



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Setiembre 2019*

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

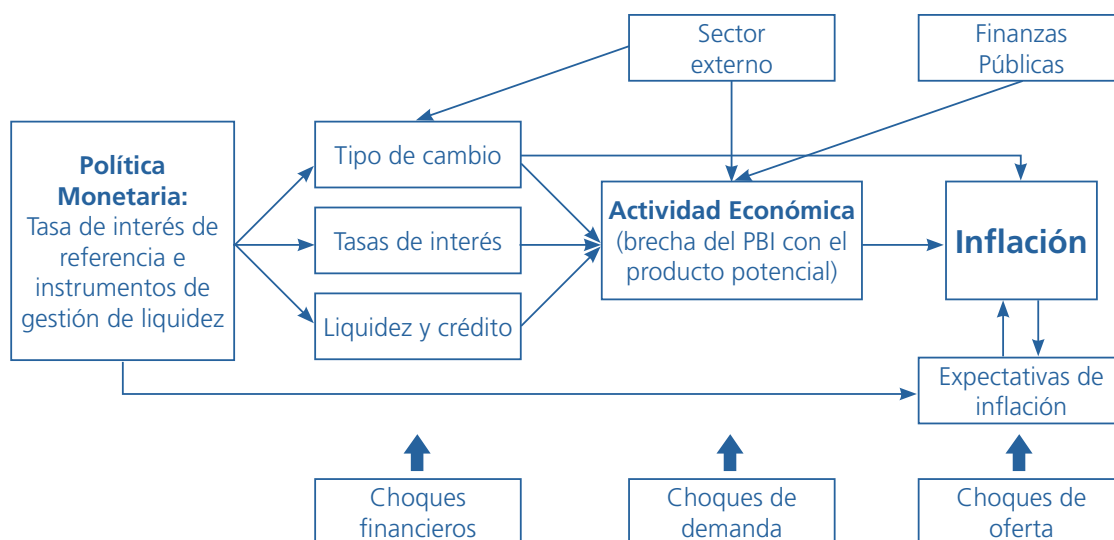


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

*Setiembre 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

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

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

Setiembre 2019

### CONTENIDO

	<b>Pág.</b>
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Sector externo.....	11
- Economía mundial .....	11
- Mercados financieros internacionales.....	21
II. Balanza de pagos .....	34
- Cuenta corriente.....	34
- Términos de intercambio.....	37
- Financiamiento externo.....	38
III. Actividad económica .....	42
- PBI sectorial .....	42
- PBI gasto.....	46
IV. Finanzas públicas.....	66
- Proyecciones .....	68
V. Política monetaria y condiciones financieras.....	77
- Acciones de política monetaria.....	77
- Mercado cambiario .....	83
- Liquidez .....	85
- Crédito al sector privado .....	86
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación .....	97
- Evolución reciente de la inflación y expectativas de inflación .....	97
- Proyecciones .....	100
- Balance de riesgos de inflación.....	102

### RECUADROS

1. Decisiones recientes de tasas de interés de bancos centrales.....	31
2. La Ley de Promoción del Sector Agrario y su relación con el ingreso de los trabajadores .....	59
3. Encuesta de opinión sobre el sector agroexportador no tradicional .....	62
4. Actualización de la estimación del producto potencial y la tasa de interés natural .....	93
5. Evolución reciente del precio de los gasoholes .....	105

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2019 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a agosto 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, la cual permite reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, se busca evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.

- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 17 de setiembre de 2019.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 20 de diciembre de 2019.





## Resumen

- i. Se espera una moderación del crecimiento del **PBI mundial**, desde 3,6 por ciento en 2018 a 3,1 por ciento en 2019 (3,3 por ciento en el Reporte de Inflación de junio) y a 3,3 por ciento en 2020 (3,4 por ciento en el Reporte previo), debido a la incertidumbre originada por las tensiones comerciales. Esta moderación de la actividad económica global se proyecta esté acompañada de condiciones financieras externas más favorables, vinculadas a posturas monetarias más expansivas de los bancos centrales de las economías avanzadas y emergentes.
- ii. Los **términos de intercambio** se han venido deteriorando por el incremento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y las expectativas de un menor crecimiento mundial. Por ello se proyectan reducciones de 2,6 por ciento para 2019 y 1,1 por ciento para 2020. En el presente Reporte se proyecta una cotización promedio anual del cobre en 2020 de US\$ 2,62 por libra, menor a la proyección anterior (US\$ 2,75) y una cotización del oro de US\$ 1 495 por onza, mayor a la proyección previa (US\$ 1 350 por onza).
- iii. El menor valor de las exportaciones en relación a lo proyectado en junio ha llevado a elevar la proyección del **déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos** (de 1,6 a 1,9 por ciento del PBI en 2019 y de 1,9 a 2,1 por ciento en 2020). Por la misma razón se ha revisado el superávit de la balanza comercial de US\$ 6,3 mil millones en el Reporte de junio a US\$ 5,7 mil millones en el presente Reporte. Contrarrestando esta evolución en el comercio de bienes, los flujos de la cuenta financiera registran tendencias favorables en una coyuntura internacional de condiciones de financiamiento más laxas, de manera que se espera una entrada de capitales mayor que la proyectada en junio. A nivel agregado de la balanza de pagos se ha revisado al alza el incremento de las Reservas Internacionales Netas de este año, de US\$ 6,0 mil millones en junio a US\$ 8,5 mil millones en el presente Reporte.
- iv. La **actividad económica** del segundo trimestre de 2019 se incrementó en 1,2 por ciento, con lo que el PBI acumuló una expansión de 1,7 por ciento en el primer semestre, menor al 4,4 por ciento observado en el primer semestre de 2018. Esta desaceleración de la actividad económica se explica por el impacto de eventos transitorios que afectaron la producción primaria y por la moderación del crecimiento de la producción no primaria, reflejo de la evolución de la demanda interna. Se espera, desde la segunda mitad de 2019, una normalización





gradual de la actividad primaria y una recuperación progresiva del crecimiento de la actividad no primaria, con lo que se proyecta un crecimiento del PBI de 2,7 por ciento en 2019 y 3,8 por ciento en 2020, ambas tasas menores a lo proyectado en el Reporte previo (3,4 por ciento para 2019 y 4,0 por ciento en 2020).

- v. Por el lado de los componentes de gasto, el menor crecimiento observado en el primer semestre se debe a la evolución de las exportaciones tradicionales, afectadas por la menor producción primaria, y al deterioro del panorama interno e internacional, que han limitado el crecimiento de la demanda interna. La revisión en la tasa de crecimiento del PBI se debe al retraso de la normalización de la actividad primaria (y así, de las exportaciones), al menor avance de la inversión pública respecto a lo esperado y a la moderación de las condiciones del mercado laboral que han venido afectando el consumo privado en este año. Se proyecta que en el horizonte de proyección, la demanda interna presente una recuperación gradual en un escenario de estabilidad política y social.
- vi. Para 2019 se ha ajustado ligeramente a la baja la proyección del **déficit fiscal** de 2,1 a 2,0 por ciento del PBI, con respecto al Reporte previo, por mayores ingresos. Este nivel de déficit se mantendría en 2020, en línea con la recuperación esperada de la actividad y de la inversión pública.
- vii. El Directorio del BCRP redujo **la tasa de interés de referencia** en 25 puntos básicos en agosto a 2,5 por ciento, en un contexto de cierre más gradual de la brecha del producto con respecto a lo esperado y un sesgo a la baja en la proyección de inflación. Con ello se amplía el estímulo monetario, con una tasa de interés real de 0,2 por ciento.
- viii. Con esta posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 8,1 por ciento interanual en agosto, 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 44 por ciento en 2020. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y la recuperación gradual del crecimiento de la demanda.
- ix. La **inflación** interanual pasó de 2,3 por ciento en junio a 2,0 por ciento en agosto de 2019, ubicándose en el centro del rango meta. Las expectativas de inflación, que desde marzo de 2017 se mantienen dentro del rango meta, se ubicaron en 2,3 por ciento en agosto y se estima que disminuirán gradualmente en un contexto de inflación alrededor de 2 por ciento en el horizonte de proyección.

- x. El balance de los **factores de riesgo de inflación** considerado en este Reporte –choques de demanda interna, choques de demanda externa y choques financieros internacionales– mantiene un sesgo a la baja en la proyección de inflación, tal como en el Reporte previo. Dicho sesgo considera el mayor riesgo relativo de una posible menor inflación proveniente de un crecimiento más bajo de la demanda interna.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

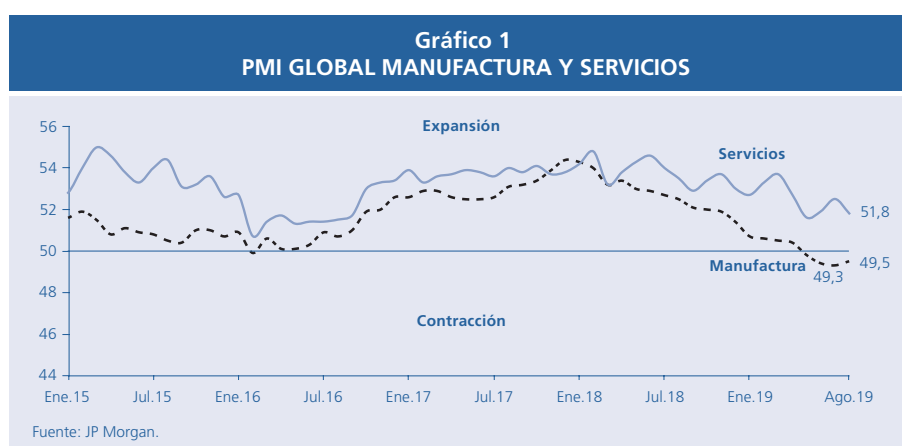
	2017	2018	2019 <sup>1/</sup>		2020 <sup>1/</sup>	
			Ri Jun.19	Ri Set.19	Ri Jun.19	Ri Set.19
<b>Var. % real</b>						
1. Producto bruto interno	2,5	4,0	3,4	2,7	4,0	3,8
2. Demanda interna	1,4	4,2	3,3	3,0	4,0	3,7
a. Consumo privado	2,6	3,8	3,5	3,0	3,7	3,7
b. Consumo público	0,5	0,8	2,0	2,0	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	0,2	4,2	3,8	4,4	5,5	4,5
d. Inversión pública	-1,8	6,8	1,0	0,5	5,0	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	7,6	2,7	2,6	0,9	5,4	5,6
4. Importaciones de bienes y servicios	4,0	3,4	2,1	1,8	5,5	5,6
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,7	3,7	3,3	3,1	3,3	3,2
<b>Nota:</b>						
Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)	-0,8	-0,4	-1,0 ; -0,3	-1,4 ; -0,9	-0,7 ; 0,2	-1,3 ; -0,4
<b>Var. %</b>						
6. Inflación	1,4	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada <sup>3/</sup>	2,8	2,1	2,5	2,2	2,5	2,4
8. Depreciación esperada <sup>3/</sup>	-3,4	4,2	-1,2	0,3	0,8	-0,3
9. Términos de intercambio promedio	7,5	-0,2	-2,8	-2,6	-0,7	-1,1
a. Precios de exportación	13,4	6,3	-4,0	-3,6	0,7	-0,2
b. Precios de importación	5,4	6,5	-1,3	-1,1	1,5	0,9
<b>Var. %</b>						
10. Circulante	6,7	7,9	6,0	5,7	6,0	6,0
11. Crédito al sector privado	6,7	8,7	8,1	7,3	9,0	8,5
<b>% PBI</b>						
12. Inversión bruta fija	21,9	22,4	22,3	22,6	22,7	22,8
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,2	-1,6	-1,6	-1,9	-1,9	-2,1
14. Balanza comercial	3,1	3,2	2,6	2,5	2,5	2,4
15. Financiamiento externo privado de largo plazo <sup>4/</sup>	1,8	2,0	2,7	2,7	2,1	2,1
16. Ingresos corrientes del gobierno general	18,1	19,3	19,6	19,7	19,5	19,7
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,0	20,2	20,2	20,2	20,0	20,1
18. Resultado económico del sector público no financiero	-3,0	-2,3	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0
19. Saldo de deuda pública total	24,9	25,8	26,5	26,5	26,9	27,1
20. Saldo de deuda pública neta	9,5	11,3	13,1	13,0	14,5	14,4
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 2017 y 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

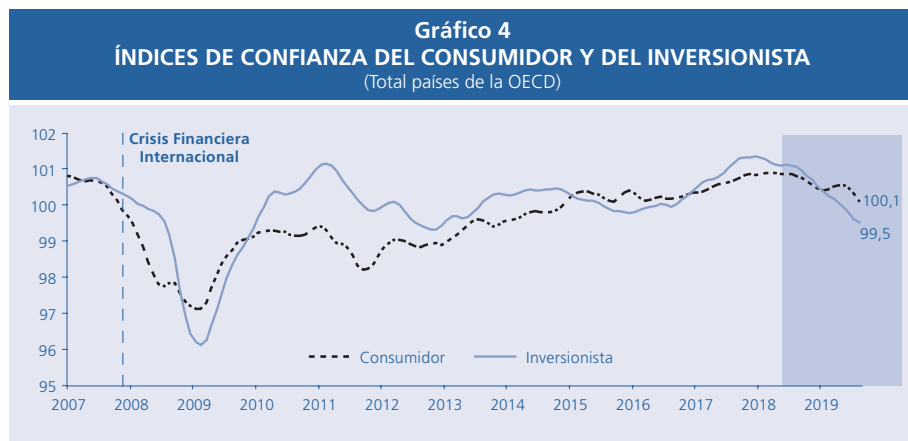
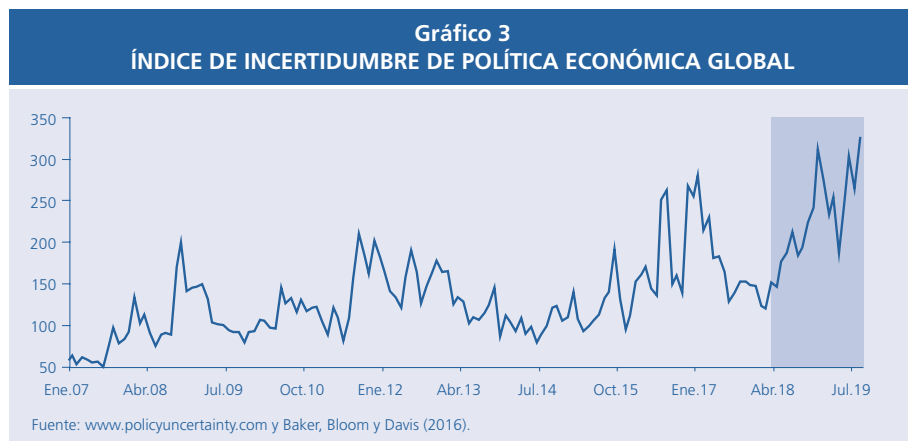
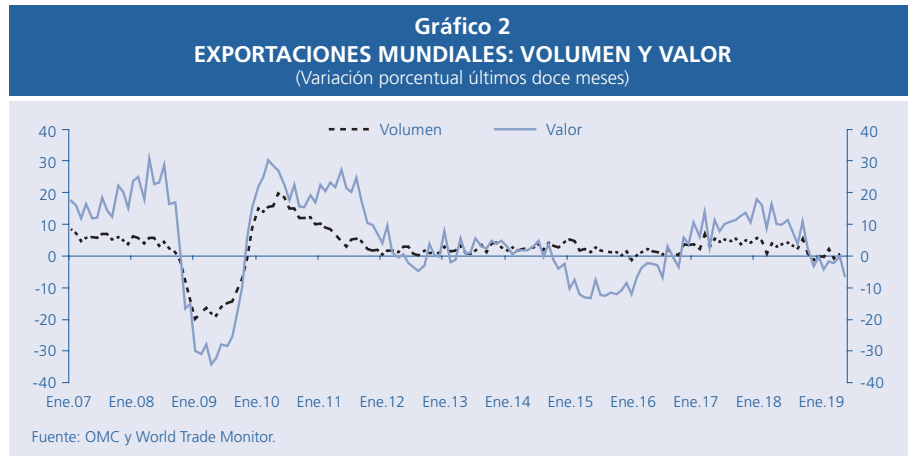
## Economía mundial

1. Los indicadores recientes de actividad de la mayoría de economías desarrolladas y emergentes sugieren una desaceleración mayor a la esperada. El crecimiento global del segundo trimestre fue inferior al del trimestre previo y el índice de actividad global de manufactura (índice PMI) mantuvo su tendencia a la baja y en julio alcanzó su menor nivel, no observado desde octubre 2012, manteniéndose en la zona de contracción por cuarto mes seguido. Por su parte, el índice PMI de servicios mantuvo durante el año una tendencia decreciente.

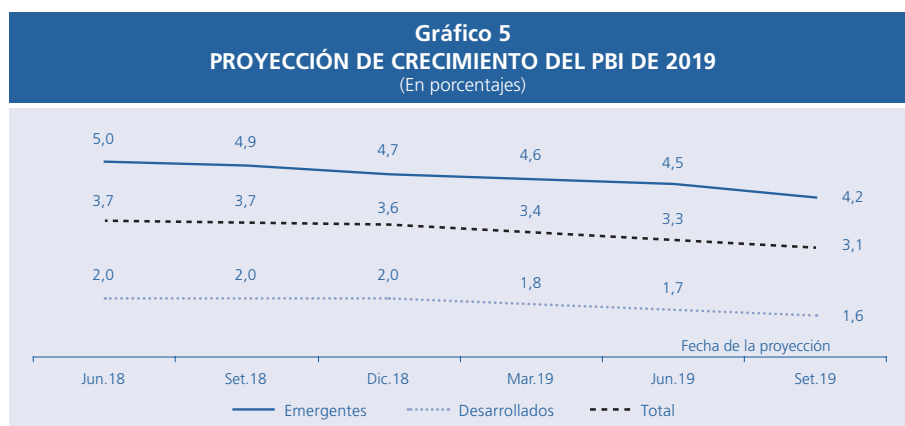


2. Parte importante de esta evolución se explica por el menor dinamismo del comercio mundial asociado al escalamiento de las tensiones comerciales y por el ruido político en diversos países (Reino Unido, Italia y España, entre otros). Dichos factores, además del impacto directo, han afectado la confianza de consumidores e inversionistas y han incrementado la volatilidad en los mercados internacionales.





- Respecto al Reporte de Inflación previo, la proyección de crecimiento mundial se ha corregido a la baja: de 3,3 a 3,1 por ciento para 2019 y de 3,4 a 3,3 por ciento para 2020. La tasa de crecimiento estimada para 2019 constituye la más baja en los últimos diez años.



La desaceleración del crecimiento se observa en la mayoría de economías. Entre las desarrolladas, destacan la moderación del crecimiento de Alemania, Italia y Reino Unido, esta última afectada en particular por la mayor incertidumbre respecto a su salida de la Unión Europea. Entre las economías emergentes, se prevé una desaceleración moderada de China y un bajo crecimiento de las economías de América Latina.

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

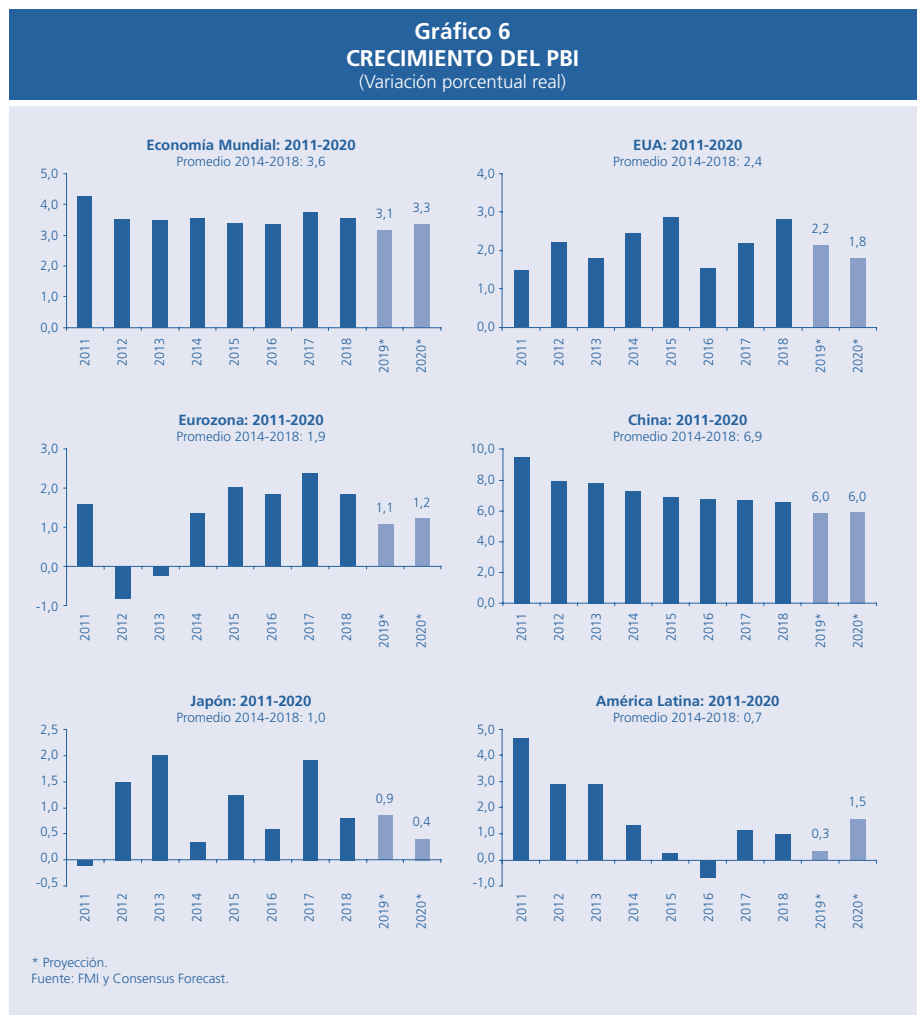
	PPP % <sup>1/</sup>	Comercio Perú % <sup>1/</sup>	2018	2019*		2020*	
				RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>40,8</b>	<b>44,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	15,2	21,3	2,9	2,1	2,2	1,8	1,8
2.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

1/ 2018.  
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.  
\* Proyección.  
Fuente: FMI, Consensus Forecast.





En este contexto de menor crecimiento y de ausencia de presiones inflacionarias significativas, varias economías desarrolladas y emergentes han adoptado una posición más expansiva en la política monetaria y adicionalmente, como en el caso de Alemania y China, han anunciado medidas de estímulo fiscal. Esta respuesta puede compensar parcialmente la desaceleración prevista en la actividad económica.



- 4. En **Estados Unidos**, la actividad económica se expandió 2,0 por ciento en el segundo trimestre, lo que refleja una desaceleración respecto al trimestre previo.

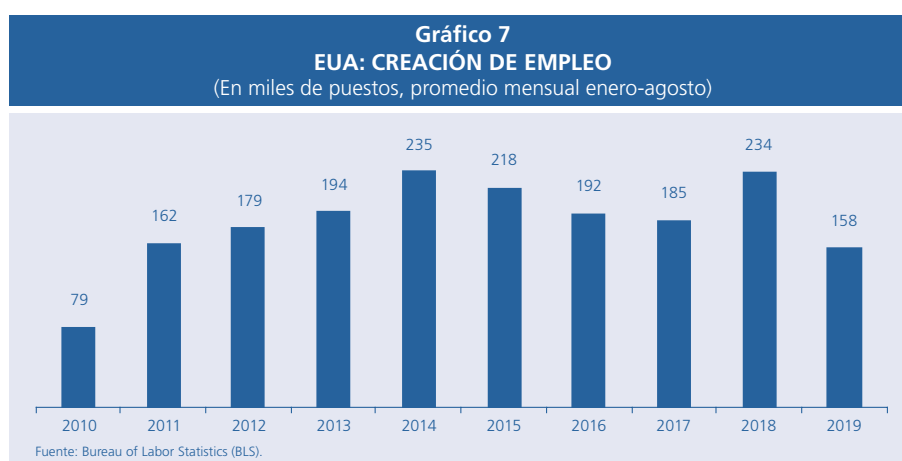
A nivel de componentes, el consumo mantiene una contribución significativa apoyada por el bajo desempleo y las favorables condiciones financieras. Los indicadores recientes de ventas minoristas y los resultados corporativos de

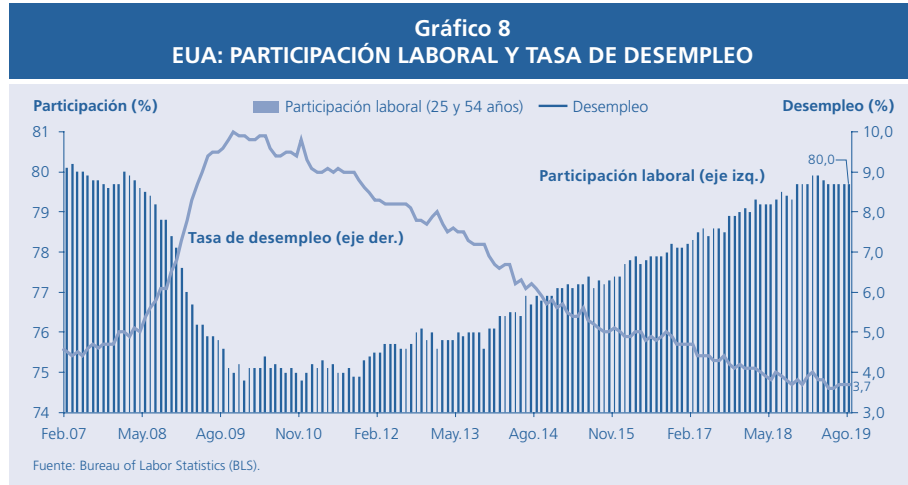
empresas vinculadas al sector *retail* sugieren que este dinamismo se mantiene en lo que va del tercer trimestre, pero que podría desacelerarse en línea con la caída reciente de la confianza al consumidor.

Cuadro 2 ESTADOS UNIDOS: PBI (Variación porcentual desestacionalizada anualizada)										
	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19
<b>PBI</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</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>
Consumo Personal	2,4	2,4	2,4	4,6	1,7	4,0	3,5	1,4	1,1	4,6
Duradero	3,4	7,7	7,8	12,2	2,3	8,0	3,6	1,3	0,3	13,0
No Duradero	3,1	4,3	2,2	5,1	0,7	4,1	3,6	1,7	2,2	6,5
Servicios	2,0	1,0	1,6	3,4	1,9	3,4	3,4	1,4	1,0	2,8
Inversión Bruta	3,4	3,6	7,4	4,7	6,2	-1,8	13,7	3,0	6,2	-6,3
Inversión Fija	7,7	2,8	1,4	8,7	5,5	5,2	0,7	2,7	3,2	-1,4
No Residencial	6,6	4,4	2,4	8,4	8,8	7,9	2,1	4,8	4,4	-1,0
Residencial	11,9	-2,2	-2,0	9,9	-5,3	-3,7	-4,0	-4,7	-1,0	-3,0
Exportaciones	6,1	1,6	4,4	10,1	0,8	5,8	-6,2	1,5	4,1	-5,7
Importaciones	4,1	3,5	1,3	14,0	0,6	0,3	8,6	3,5	-1,5	0,0
Gasto de Gobierno	-0,2	1,4	-0,1	2,4	1,9	2,6	2,1	-0,4	2,9	4,8
<b>Memo</b>										
Contribución de Inventarios	-0,7	0,1	1,0	-0,6	0,1	-1,2	2,1	0,1	0,5	-0,9

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

El desempleo se mantuvo en 3,7 por ciento y el dato de la creación de empleos ha sido menor al esperado y al de años previos. En efecto, de manera consistente con un mercado laboral con tasas mínimas de desempleo, la creación promedio mensual de empleos del periodo enero-agosto (158 mil) ha sido la menor desde el año 2010. Asimismo, parte importante del mayor consumo corresponde a bienes duraderos (creció 13 por ciento en el segundo trimestre) lo que podría reflejar un gasto anticipado en previsión de mayores aranceles a la importación de dichos bienes.

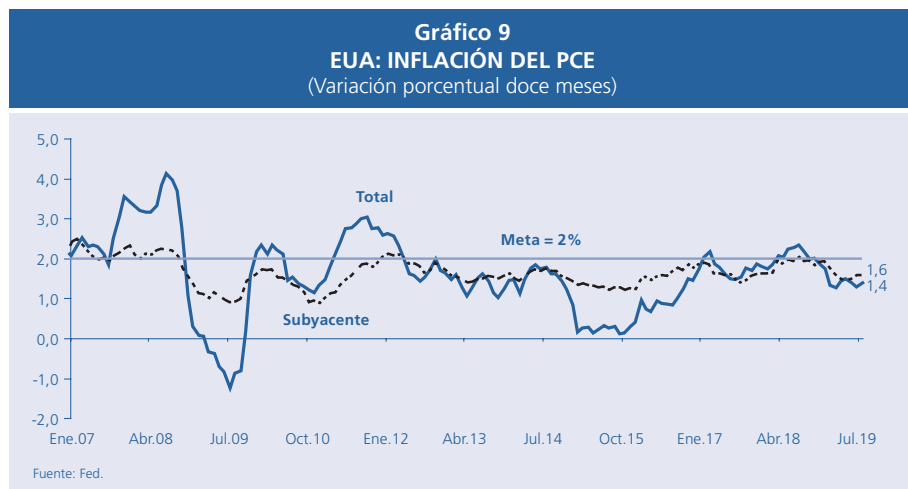




De otro lado, en el segundo trimestre la contribución de las exportaciones netas fue negativa lo que reflejaría el impacto de las tensiones comerciales. En línea con ello, la actividad manufacturera continuó desacelerándose: el índice PMI se ubicó en niveles mínimos en casi una década mostrando una evolución desfavorable en el rubro de “nuevas órdenes”. Del mismo modo, la inversión en construcción mantiene tasas de crecimiento negativas a pesar de la recuperación de las ventas de viviendas (ante la reducción en las tasas hipotecarias).

En línea con estos desarrollos, se estima que la economía norteamericana se desacelere en 2019 (a 2,2 por ciento) y en 2020 (a 1,8 por ciento).

La inflación, por su parte, se ha mantenido en tasas bajas. La inflación total y subyacente se ubican en 1,7 y 2,4 por ciento, respectivamente, mientras que la inflación asociada al gasto del consumo personal (PCE) se ubicó en 1,4 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 la última reunión de setiembre, la Fed redujo su tasa de interés de referencia en 25 pbs. (a un rango entre 1,75 y 2,00 por ciento), lo que constituye la segunda reducción desde la crisis financiera internacional. Adicionalmente, subió la proyección de crecimiento económico y desempleo para 2019, pero las redujo para las tasas de interés. En declaraciones posteriores, el presidente de la Fed, Jerome Powell, no mostró preocupación por la repentina estrechez de liquidez en el mercado de dinero debido a que la Fed cuenta con las herramientas necesarias, no ve un panorama de tasas negativas y no descartó un “próximo” incremento del balance si es necesario. Al cierre de presente Reporte, el mercado espera que la Fed mantenga las tasas en la reunión de octubre y las reduzca nuevamente en 25 pbs. en diciembre.

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

	2019		2020		2021		2022		Largo Plazo	
	Jun.19	Set.19	Jun.19	Set.19	Jun.19	Set.19	Set.19	Jun.19	Set.19	
<b>Crecimiento</b>	2,1	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	
<b>Tasa de desempleo</b>	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	4,2	4,2	
<b>Inflación (PCE)</b>	1,5	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
<b>Inflación subyacente (PCE subyacente)</b>	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	-	-	
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
<b>Tasa de interés (%)</b>	2,4	1,9	2,1	1,9	2,4	2,1	2,4	2,5	2,5	
* Incorpora 17 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo. Fuente: Fed.										

La poca liquidez en el sistema, en gran medida, se atribuyó a la coincidencia de fechas de pago de impuestos corporativos, pago de las subastas de bonos del Tesoro y al requerimiento de altos niveles de ratio de cobertura de liquidez (LCR) para bancos sistémicos. Para enfrentar la poca liquidez en el mercado de dinero de Estados Unidos, la Fed inyectó fondos por cerca de US\$ 278 mil millones en el mercado repo entre el 17 y 20 de setiembre, y anunció intervenciones en el mercado entre el 23 de setiembre y 10 de octubre para mantener la tasa de interés del mercado interbancario (*fed fund rate*) dentro del rango de política monetaria (1,75-2,00 por ciento). Estas intervenciones incluyen subastas repos *overnight* diarias de al menos US\$ 75 mil millones y 3 contratos repos a 14 días de al menos US\$ 30 mil millones.

- El crecimiento del PBI del segundo trimestre de la **Eurozona** (0,2 por ciento) se moderó respecto al periodo previo (0,4 por ciento). El consumo y la inversión tuvieron una evolución positiva, impulsados por el mayor empleo, la mejora de los salarios y las condiciones financieras. Esta evolución, sin embargo, fue contrarrestada por la menor demanda externa que se vio afectada por las tensiones comerciales. Este impacto negativo fue particularmente relevante en el caso de Alemania que registró una contracción de su actividad en dicho periodo.



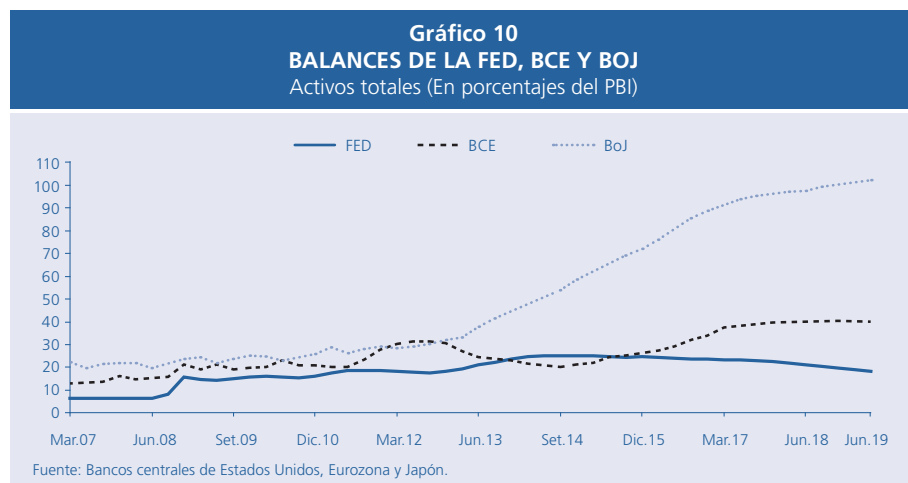




Cabe señalar que este entorno internacional adverso, sumado a la incertidumbre en torno al *Brexit*, ha afectado además la confianza de los agentes y pueden llevar a la postergación de sus decisiones de consumo e inversión. La favorable situación del mercado laboral limitaría el impacto negativo de los factores señalados anteriormente.

En ese sentido, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento de la región para 2019 (a 1,1 por ciento) y 2020 (a 1,2 por ciento). A nivel de países, destaca la revisión a la baja de Alemania para 2019 (de 0,8 a 0,6 por ciento) aunque para el 2020 dicha economía podría beneficiarse de un mayor gasto en infraestructura anunciado por el gobierno.

Otro factor que limitaría la desaceleración de la Eurozona es el mantenimiento de una política monetaria expansiva del BCE, en un contexto de bajas tasas de inflación. En su reunión de setiembre anunció la reducción de una de sus tasas (la tasa de depósitos pasó de -0,4 a -0,5 por ciento) y un nuevo programa de compra de activos.



6. Por su parte, la economía del **Reino Unido** se vio afectada por el ruido político asociado a los términos de la salida de dicho país de la Unión Europea (*Brexit*). El PBI se contrajo en el segundo trimestre (0,2 por ciento trimestral), por primera vez desde 2012. Otros indicadores recientes también muestra una evolución desfavorable: el PMI de manufactura y construcción se ubicaron en zona de contracción y la confianza del consumidor y del inversionista continuaron la tendencia a la baja de meses previos. En línea con estos desarrollos, la proyección de crecimiento se ha revisado de 1,4 a 1,2 por ciento para 2020.
7. El crecimiento de las **economías emergentes** también se ha revisado a la baja, de 4,5 a 4,2 por ciento para 2019 y de 4,8 a 4,6 por ciento para 2020.

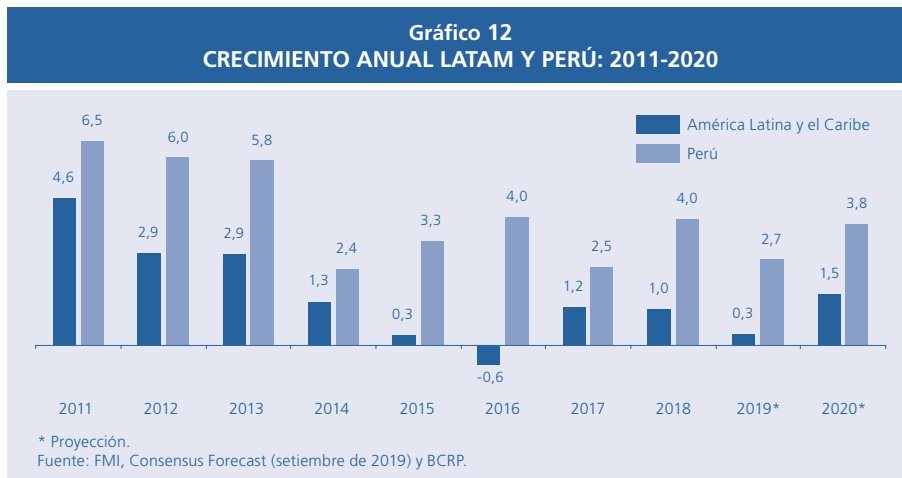
La proyección de crecimiento del PBI de China se ha revisado de 6,1 a 6,0 por ciento, tanto para 2019 como 2020. Debido a las tensiones comerciales con EUA, el crecimiento del PBI de China se redujo a 6,2 por ciento anual durante el segundo trimestre, la tasa trimestral más baja registrada desde 1992. A nivel sectorial, la mayor desaceleración se observó en el sector manufactura cuyo PMI se ubicó en 49,5 en agosto, y acumuló cuatro meses consecutivos en la zona de contracción; por su lado, el crecimiento del sector servicios se ha mantenido relativamente estable y se ha convertido en el principal motor de crecimiento de la economía china. La inversión mantiene un bajo ritmo de expansión, asociado a un relativo estancamiento del gasto en infraestructura, mientras que el ritmo de inversión pública se aceleró en julio y alcanzó un crecimiento de 5,7 por ciento durante los primeros siete meses del año.

En ese contexto, el gobierno ha anunciado políticas contracíclicas adicionales para contrarrestar los efectos negativos de la guerra comercial. El Banco Central de China recortó la tasa de encaje en 50 puntos básicos y anunció recortes adicionales de 100 puntos básicos para un subconjunto de bancos (previa autorización del gobierno) en octubre y noviembre. Por otro lado, el Banco Central dejó que el yuan se ubique ligeramente por encima del umbral de 7 unidades por dólar. En el plano fiscal, el gobierno inyectó alrededor de US\$ 250 mil millones en la primera parte del año (a través de recortes en tasas de impuestos y menor carga en gastos laborales para las empresas).

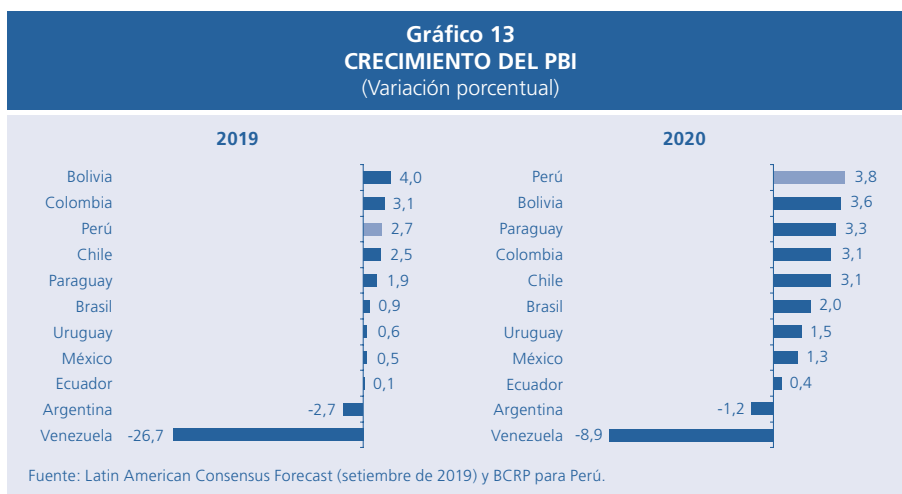


8. La proyección de crecimiento para **América Latina** se ha revisado a la baja de 0,8 a 0,3 por ciento para el 2019 y de 2,4 a 1,5 por ciento para el 2020. El entorno internacional ha afectado a la región a través del menor dinamismo del comercio global, la caída en los precios de los *commodities* (en particular metales básicos y petróleo) y la volatilidad en los mercados financieros que se acentuó en el mes de agosto. En la mayoría de economías, con excepción de Colombia, se observa además una desaceleración de la demanda doméstica, en particular en la inversión.

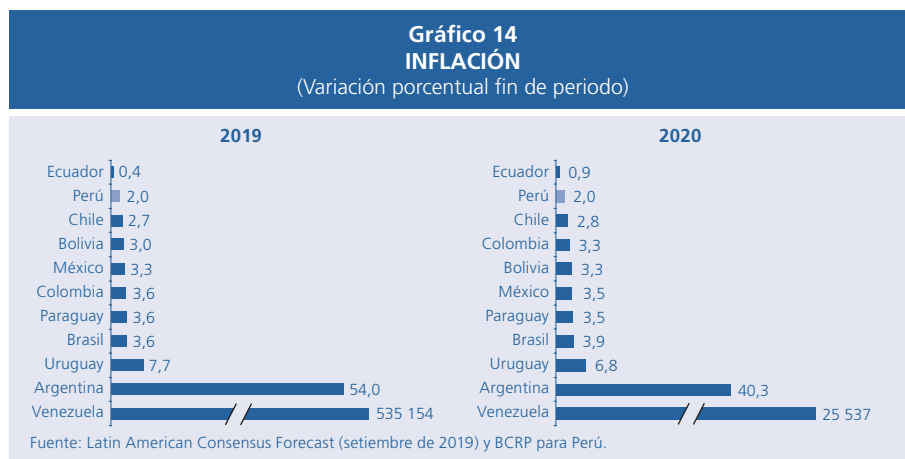




A nivel de países, destaca la revisión a la baja en Argentina y México. En el primer caso, el ciclo político ha ocasionado una depreciación del peso y una elevación de tasas que refuerzan las presiones recesivas para 2019 y reduce la proyección de crecimiento para 2019. Por su lado, la economía mexicana se contrajo en el primer trimestre y registró un crecimiento nulo en el segundo. Se espera una recuperación económica más lenta de lo esperado por la incertidumbre asociada al escalamiento de la guerra comercial, las futuras decisiones políticas del presidente López Obrador y la ratificación del pacto comercial entre Canadá, EUA y México (USMCA).



Esta desaceleración se registra en forma paralela al mantenimiento de bajas tasas de inflación. El menor dinamismo de la demanda interna, cierta estabilidad en el tipo de cambio y algunos choques idiosincráticos han mantenido la inflación dentro del rango meta en los países de la región con esquemas de metas explícitas de inflación. En este contexto, varias economías de la región redujeron su tasa de interés en los meses de julio, agosto y setiembre.

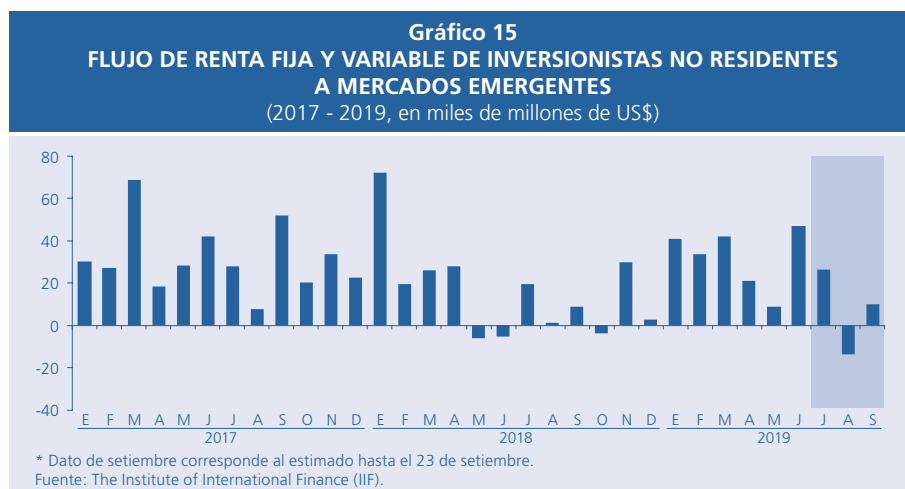


### Mercados financieros internacionales

9. En los meses de julio y agosto, los mercados financieros se vieron influidos por la alta volatilidad generada por las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. También influyeron en el mercado las preocupaciones sobre la desaceleración económica global, las tensiones políticas y geopolíticas. En este contexto, los precios de los *commodities*, monedas emergentes, bolsas y rendimientos cayeron.

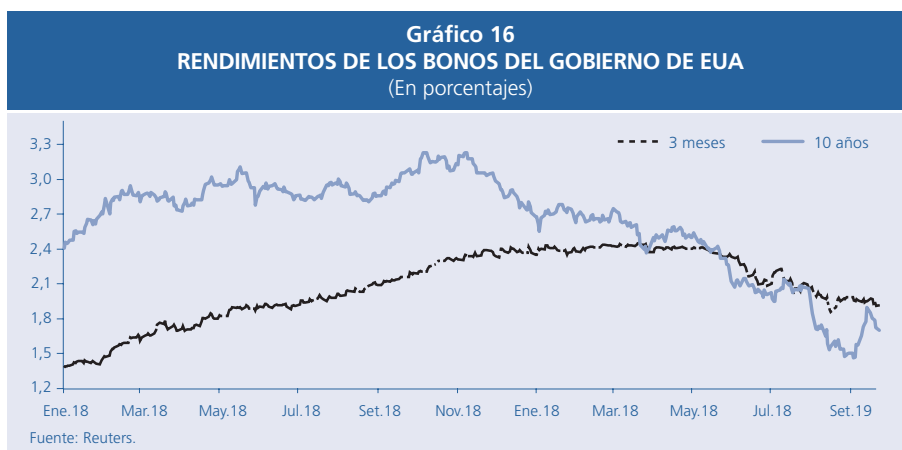
Asimismo, la entrada de capitales hacia economías emergentes se redujo en julio, y en agosto se registró una salida neta de capitales producto de las mayores tensiones comerciales.

Esta tendencia en los mercados se limitó luego de que Estados Unidos y China señalaron su disposición a retomar conversaciones a partir de octubre. También favoreció a los mercados las expectativas de una flexibilización de la política monetaria de los principales bancos centrales y estímulos fiscales. Ello se tradujo en una ligera entrada de capitales hacia las economías emergentes durante setiembre.





10. En los **mercados de renta fija**, el rendimiento del bono de 10 años de Estados Unidos registró una caída explicada por la incertidumbre de la política comercial global, la desaceleración global y el recorte de tasas de la Fed. En el periodo, el diferencial del rendimiento de 10 años y 3 meses siguió siendo negativo y bajó a -51 puntos básicos el 27 de agosto (mínimo desde marzo del 2007). La curva de rendimiento se mantiene invertida desde el 23 de mayo (con la única excepción del 23 de julio).



En la Eurozona, los rendimientos disminuyeron dadas las señales de desaceleración económica, la expectativa de estímulo del BCE, los desarrollos del *Brexit* y la situación política en Italia. Estos factores fueron parcialmente contrarrestados por el anuncio de un estímulo fiscal de Alemania. La mayoría de rendimientos cayó en un contexto de desaceleración económica y de reducción de sus tasas de política monetaria.

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

	Dic.18	Jun.19	Set.19	Variación acumulada 2019 (pbs.)	Variación Set.2019/ Jun.2019 (pbs.)
Estados Unidos	2,69	2,01	1,78	-91	-23
Alemania	0,24	-0,33	-0,51	-75	-18
Francia	0,71	-0,01	-0,22	-92	-21
Italia	2,74	2,10	0,88	-186	-122
España	1,41	0,39	0,25	-117	-15
Grecia	4,35	2,43	1,36	-299	-107
Gran Bretaña	1,28	0,83	0,63	-64	-20
Japón	-0,01	-0,16	-0,22	-21	-6
Brasil	9,24	7,45	7,17	-207	-29
Colombia	6,75	6,14	6,00	-75	-14
Chile	4,24	3,10	2,56	-167	-54
México	8,64	7,57	7,05	-159	-52
Perú	5,35	4,72	4,20	-115	-52
Sudáfrica	9,28	8,74	8,85	-43	11
India	7,37	6,88	6,64	-73	-24
Turquía	15,80	16,08	14,60	-120	-148
Rusia	8,70	7,42	7,04	-166	-38
China	3,31	3,24	3,11	-21	-13
Corea del Sur	1,96	1,60	1,47	-49	-13
Indonesia	7,98	7,34	7,21	-77	-13
Tailandia	2,48	2,12	1,52	-96	-59
Malasia	4,08	3,64	3,43	-66	-21
Filipinas	7,01	5,04	4,74	-227	-30

Elaborado al 19 de setiembre.  
Fuente: Reuters.

**Cuadro 5**  
**CUENTAS FISCALES DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS**

	Déficit Fiscal (en % de PBI)			Deuda Pública (en % de PBI)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Estados Unidos	-4,3	-4,6	-4,4	106	107	108
Japón	-3,2	-2,8	-2,1	237	238	237
Reino Unido	-1,4	-1,3	-1,2	87	86	84
Eurozona	-0,6	-1,0	-0,9	85	84	82
Alemania	1,7	1,1	1,1	60	57	54
Francia	-2,6	-3,3	-2,4	99	99	99
Italia	-2,1	-2,7	-3,4	132	133	134
España	-2,7	-2,3	-2,3	97	96	95
Canadá	-0,4	-0,6	-0,6	91	88	85

Fuente: FMI.

11. En los **mercados de renta variable**, las tensiones comerciales y los temores de desaceleración global afectaron a la mayoría de las bolsas. Sin embargo, ello se compensó por los resultados corporativos del segundo trimestre (en particular en EUA), las medidas de estímulo de la Fed y el BCE y los anuncios de medidas fiscales en Alemania y China.

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de bolsas registró caídas afectadas por la mayor aversión al riesgo global y por los menores precios de *commodities*. También afectaron a estas plazas la desaceleración económica y algunos choques idiosincráticos, como los resultados electorales en Argentina.

**Cuadro 6**  
**BOLSAS MUNDIALES**

		Dic.18	Jun.19	Set.19	Variación (%) acumulada 2019	Variación Set.2019/ Jun.2019 (pbs.)
VIX*	S&P 500	25,42	15,08	14,05	-9,8	0,5
Estados Unidos	Dow Jones	23 327	26 600	27 095	16,1	1,9
Alemania	DAX	10 559	12 399	12 458	18,0	0,5
Francia	CAC 40	4 731	5 539	5 659	19,6	2,2
Italia	FTSE MIB	18 324	21 235	22 128	20,8	4,2
España	IBEX 35	8 540	9 199	9 129	6,9	-0,8
Grecia	ASE	613	868	874	42,5	0,6
Reino Unido	FTSE 100	6 728	7 426	7 356	9,3	-0,9
Japón	Nikkei 225	20 015	21 276	22 044	10,1	3,6
Brasil	Ibovespa	87 887	100 967	104 339	18,7	3,3
Colombia	IGBC	11 144	12 606	12 965	16,3	2,8
Chile	IGPA	25 950	25 782	25 480	-1,8	-1,2
México	IPC	41 640	43 161	43 017	3,3	-0,3
Argentina	Merval	30 293	41 796	30 414	0,4	-27,2
Perú	Ind. Gral.	19 350	20 623	19 491	0,7	-5,5
Sudáfrica	JSE	52 737	58 204	56 124	6,4	-3,6
India	Nifty 50	10 863	11 789	10 705	-1,5	-9,2
Turquía	XU100	91 270	96 485	100 339	9,9	4,0
Rusia	RTS	1 066	1 381	1 378	29,3	-0,2
China	Shanghai C.	2 494	2 979	2 999	20,3	0,7
Corea del Sur	KOSPI	2 041	2 131	2 080	1,9	-2,4
Indonesia	JCI	6 194	6 359	6 244	0,8	-1,8
Tailandia	SET	1 564	1 730	1 641	4,9	-5,2
Malasia	FTSE KLCI	1 691	1 672	1 596	-5,6	-4,5
Filipinas	Psei	7 466	8 000	7 911	6,0	-1,1

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





12. Respecto a los **mercados cambiarios**, desde fines de junio el dólar se apreció 2,2 por ciento frente a la canasta de monedas. Destaca la apreciación frente al euro (ante la desaceleración económica de la Eurozona) y frente a la libra esterlina (por la volatilidad asociada a las negociaciones del *Brexit*).

Las monedas de la mayoría de economías emergentes se debilitaron frente al dólar afectadas por la guerra comercial, los menores precios de *commodities* y la desaceleración de la actividad local.

Cuadro 7 TIPOS DE CAMBIO						
		Dic.18	Jun.19	Set.19	Variación (%) acumulada 2019*	Variación Set.2019/ Jun.2019 (%)*
Índice dólar**	US Dollar Index	96,17	96,13	98,27	2,2	2,2
Euro	Euro	1,144	1,137	1,104	-3,5	-2,9
Reino Unido	Libra Esterlina	1,281	1,269	1,252	-2,2	-1,3
Japón	Yen	109,93	107,88	108,00	-1,8	0,1
Brasil	Real	3,880	3,852	4,167	7,4	8,2
Colombia	Peso	3 245	3 211	3 382	4,2	5,3
Chile	Peso	693	677	716	3,3	5,7
México	Peso	19,65	19,22	19,45	-1,0	1,2
Argentina	Peso	37,65	42,47	56,40	49,8	32,8
Perú	Sol	3,372	3,294	3,354	-0,5	1,8
Sudáfrica	Rand	14,38	14,07	14,81	3,0	5,2
India	Rupia	69,77	68,94	71,37	2,3	3,5
Turquía	Lira	5,29	5,79	5,71	8,0	-1,3
Rusia	Rublo	69,68	63,25	63,97	-8,2	1,1
China	Yuan (onshore)	6,876	6,865	7,096	3,2	3,4
Corea del Sur	Won	1 114	1 155	1 194	7,2	3,4
Indonesia	Rupia	14 375	14 125	14 055	-2,2	-0,5
Tailandia	Bath	32,33	30,68	30,52	-5,6	-0,5
Malasia	Ringgit	4,130	4,130	4,190	1,5	1,5
Filipinas	Peso	52,49	51,22	52,27	-0,4	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 conformada por el euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.  
 Elaborado al 19 de setiembre.  
 Fuente: Reuters.

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

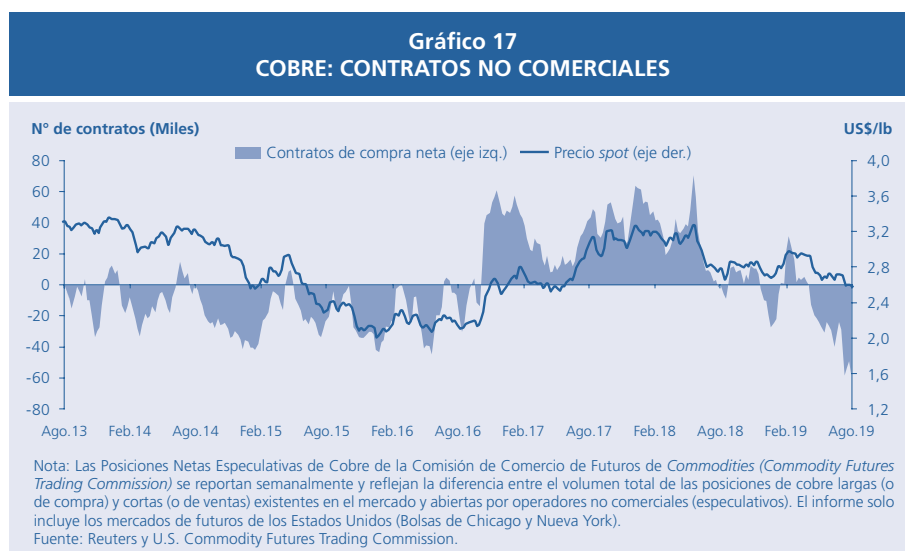
#### a. Cobre

En agosto, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,59, menor en 3 por ciento respecto a la registrada en junio de 2019. Con esta evolución, el precio del cobre disminuyó 6 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del cobre se vio afectada por la intensificación de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y por la menor producción industrial a



nivel global. Las posiciones no comerciales de cobre disminuyeron significativamente y pasaron de posiciones largas netas a fines de abril a posiciones cortas netas con niveles mínimos históricos a fines de agosto de este año.



Sin embargo, el déficit global de oferta se agudizó en los primeros cinco meses de 2019, de acuerdo con el Grupo Internacional de Estudios del Cobre (ICSG). Ello refleja la contracción de la producción de cobre refinado debido al cierre de algunas fundiciones (por medidas medioambientales) y a una menor oferta de cobre concentrado (en particular por las menores leyes en Chile y por la menor producción en Indonesia). Estos factores contrarrestaron la reducción de la demanda de cobre refinado asociada a la desaceleración global.

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

	2016	2017	2018 <sup>2/</sup>	Ene.18 May.18	Ene.19 May.19	Var.%
Producción Minera Global	20 386	20 096	20 561	8 347	8 281	-0,8%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 357	23 548	24 111	9 870	9 774	-1,0%
Utilización Global de Refinados	23 512	23 732	24 510	10 001	9 964	-0,4%
Balance de Refinados <sup>1/</sup>	-156	-184	-399	-131	-190	

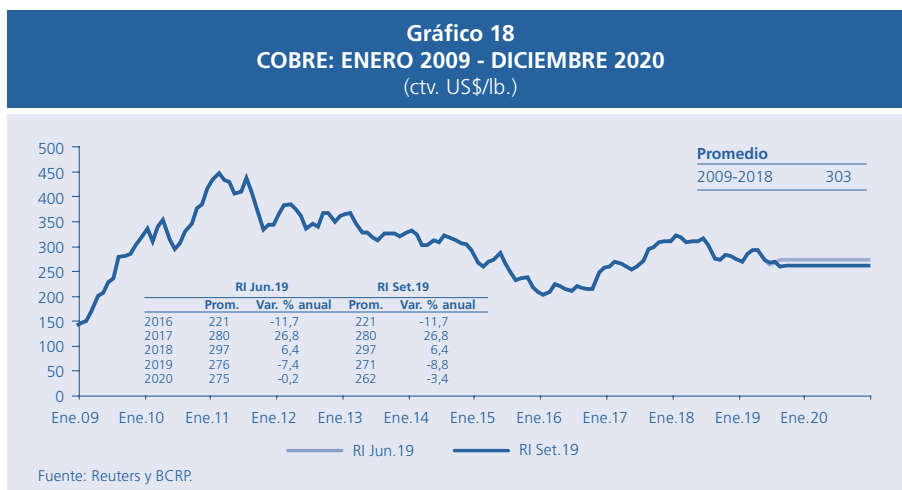
1/ El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.

2/ Estimado de mayo y agosto de 2019.

Fuente: ICSG.

En línea con estos desarrollos, se prevé que los precios para 2019 y 2020 se ubicarán por debajo de los niveles estimados en el Reporte Inflación de junio debido a la perspectiva de menor crecimiento global; los factores de oferta señalados anteriormente darían cierto soporte a la cotización.





### b. Zinc

La cotización internacional del **zinc** disminuyó 13 por ciento entre junio y agosto de 2019, alcanzando un nivel promedio mensual de US\$/lb. 1,03. Con ello, en lo que va del año, el precio del zinc acumuló una caída de 13 por ciento.

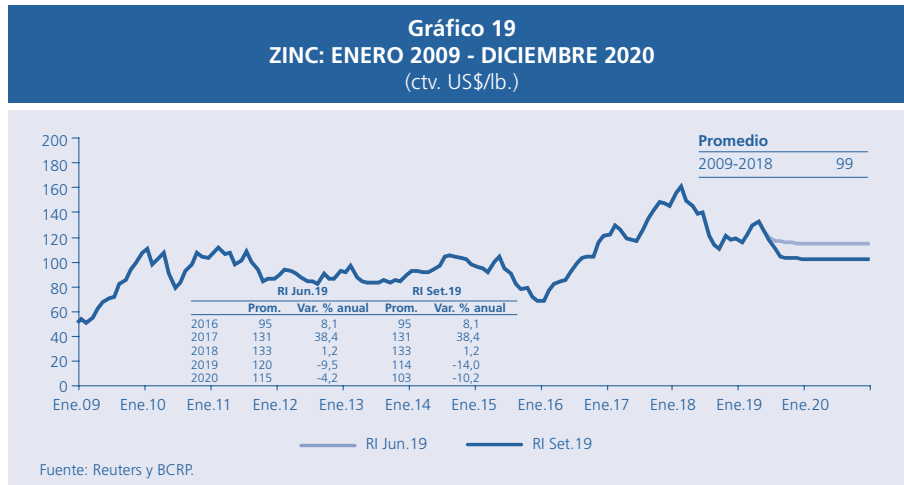
La cotización del zinc disminuyó por las menores perspectivas de demanda asociadas al escalamiento de las tensiones comerciales. Este entorno macroeconómico negativo para la demanda se potenció con las expectativas de crecimiento de la producción de mina y el ingreso de nueva capacidad de refinación en China. Además, los inventarios de zinc refinado han comenzado a aumentar reflejando la mayor producción de las fundiciones chinas.

**Cuadro 9**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2016	2017	2018	Ene.-Jun. 2018	Ene.-Jun. 2019	Var.% Anual
Producción Minera Global	12,60	12,53	12,76	6,24	6,36	1,9%
Producción Global de Refinados	13,58	13,22	13,18	6,54	6,51	-0,4%
Utilización Global de Refinados	13,71	13,68	13,68	6,63	6,65	0,2%
Balance de Refinados (en miles)	-128	-461	-502	-90	-134	

Fuente: ILZSG, Reportes de mayo y agosto de 2019.

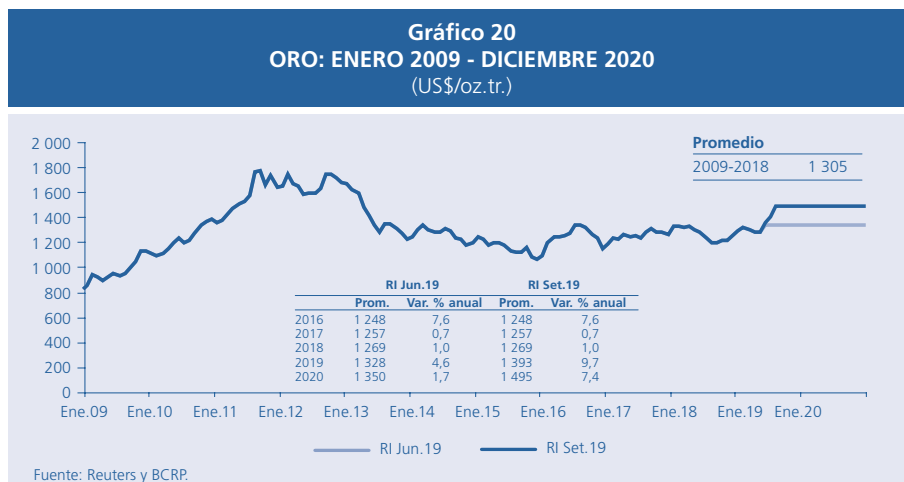
Consistente con estos desarrollos, se revisa a la baja la proyección de precio del zinc respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación previo. Sin embargo, la persistencia de las limitaciones en la producción de las refinerías chinas daría cierto soporte a la cotización.



**c. Oro**

En agosto, la cotización del **oro** registró un promedio de US\$/oz.tr. 1499, lo que representa un incremento de 10 por ciento frente a junio. Con ello, acumuló un crecimiento de 20 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del oro registró un fuerte incremento en los últimos meses, por la reducción de tasas de la Fed, y por las expectativas de que esta flexibilización en la política monetaria prosiga en 2019-2020. Del mismo modo, los temores de desaceleración global han incrementado la demanda por activos seguros (entre ellos, el oro). Sin embargo, la demanda física por joyería está afectada por el menor crecimiento de economías como China, India y Turquía y por los elevados precios. Se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de junio.



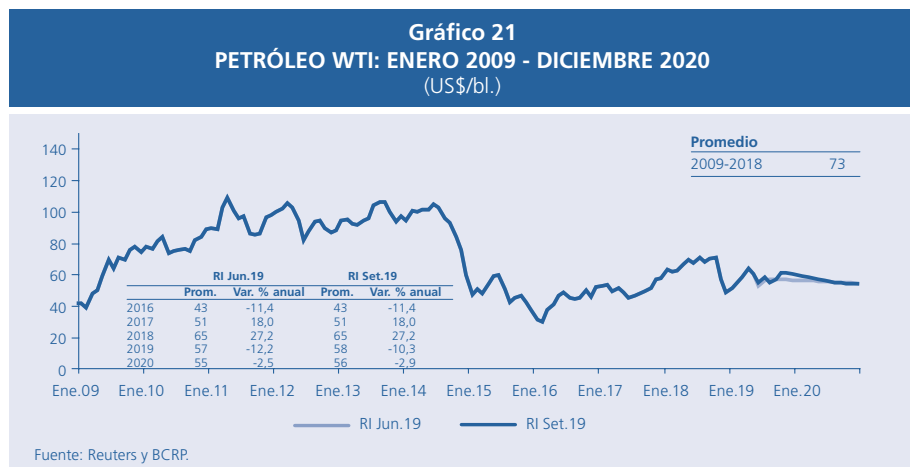


#### d. Petróleo

En agosto de 2019, la cotización promedio del **petróleo** WTI se mantuvo en US\$/bl.55, niveles similares a los de junio pero superior en 13 por ciento respecto a diciembre de 2018. Sin embargo, hacia el cierre del presente Reporte de Inflación, la cotización registró un alza importante debido a los ataques a las refinerías de Arabia Saudita que llevaron a un incremento significativo en los precios.

Hasta agosto, la cotización del petróleo se mantuvo relativamente estable: las perspectivas de menor demanda han contrarrestado los recortes de producción de la OPEP. En los últimos meses las perspectivas de demanda por crudo se han visto afectadas por la intensificación de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Por el lado de la oferta, el continuo crecimiento de la producción de petróleo de Estados Unidos, que ha alcanzado nuevos máximos a fines de agosto, ha sido compensado por los recortes de producción de los países miembros de la OPEP y de sus aliados y por otros choques de oferta que han afectado la producción de Irán y Venezuela.

Esta relativa estabilidad en los precios se ha visto ligeramente afectada por eventos recientes. El 16 de setiembre la cotización aumentó 15 por ciento como resultado de los ataques a instalaciones de Arabia Saudita, país que representa aproximadamente el 10 por ciento de la oferta mundial. Aunque parte importante de este choque se ha revertido, se ha modificado ligeramente al alza la proyección de la cotización para el horizonte de proyección (asumiendo una reversión parcial de este choque) e introduce un mayor grado de incertidumbre a la proyección debido a la dificultad de predecir la evolución de la oferta en los próximos meses.

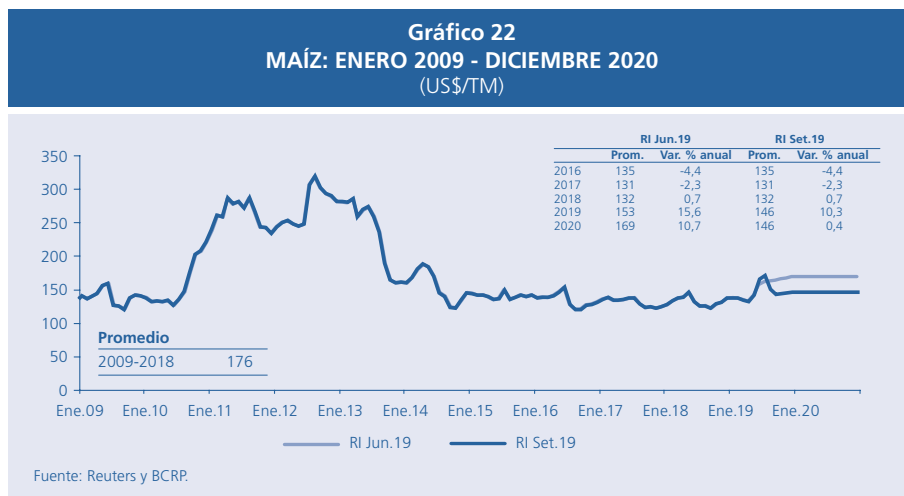


#### e. Alimentos importados

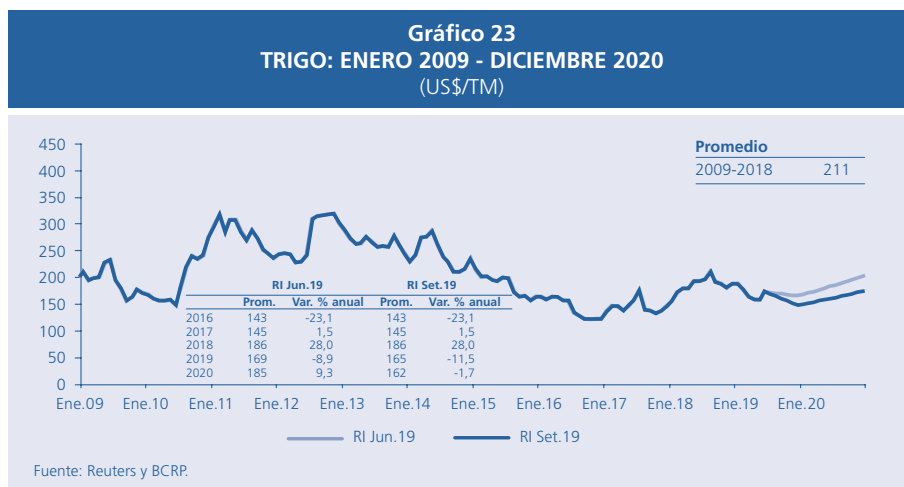
El precio del **maíz** disminuyó 12 por ciento en los últimos tres meses, ubicándose en una cotización promedio mensual de US\$/TM 147 en agosto. Con ello, la cotización

internacional promedio del maíz acumuló un incremento de 7 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del maíz disminuyó de manera importante en los últimos meses debido al escalamiento de la guerra comercial, así como a la incertidumbre por el tamaño potencial de la cosecha en Estados Unidos en el ciclo 2019/2020. En línea con los datos ejecutados, se revisa a la baja el precio promedio del maíz para el 2019.



Desde el último Reporte de Inflación, publicado en junio de 2019, la cotización del **trigo** disminuyó 14 por ciento, alcanzando en agosto un promedio mensual de US\$/TM 149. Con ello, el precio del trigo acumuló una reducción de 21 por ciento respecto a diciembre de 2018.



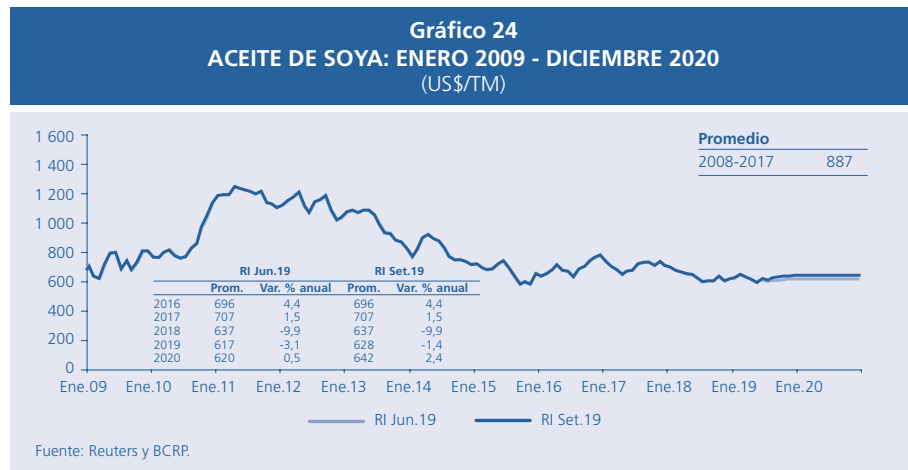


La cotización del trigo disminuyó por un mercado bien abastecido por la mayor disponibilidad estacional por la nueva cosecha en la Unión Europea, Rusia y Estados Unidos. El Departamento de Agricultura estima que la producción de trigo de Estados Unidos crecerá 5 por ciento en la temporada 2019/2020, en un contexto de dificultades para exportar excedentes por amplia oferta global y la apreciación del dólar. Se estima que el precio del trigo se cote a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo, debido a la mayor producción esperada.

En agosto, la cotización promedio mensual del **aceite de soya** fue US\$/TM 626, nivel 1 por ciento superior respecto al mes de junio de 2019 y respecto a diciembre de 2018.

La cotización del aceite de soya aumentó ligeramente sostenida por las perspectivas de un sólido crecimiento de la demanda en Estados Unidos, una caída de los inventarios de aceite de soya en la temporada 2019/20 y mayores compras de China e India. Sin embargo, la imposición de aranceles a las importaciones de soya y de aceite por parte de China compensó las presiones al alza.

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.



**Recuadro 1**  
**DECISIONES RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE BANCOS CENTRALES**

A continuación se revisa la decisión reciente de tasa de interés de un conjunto amplio de bancos centrales y discute la racionalidad que subyace a estas decisiones. En los últimos meses se ha venido observando un mayor escalamiento de la guerra comercial a nivel global, donde los principales países protagonistas son Estados Unidos y China. En consecuencia, se ha registrado también una desaceleración de la actividad económica a nivel mundial. En este contexto, los bancos centrales han reaccionado principalmente con menores tasas de interés de política monetaria.

**BANCOS CENTRALES QUE REDUJERON SU TASA DE POLÍTICA**  
**ENTRE JULIO Y SETIEMBRE 2019**  
(En porcentajes)

País	Meta de inflación	Inflación 12 meses a agosto	Tasa de política		Tasa de interés real expost
			Junio	Vigente	
Ucrania	4,0-6,0	8,8	17,50	16,50	7,1
México	2,0-4,0	3,2	8,25	7,75	4,4
Turquía	3,0-7,0	15,0	24,00	16,50	1,3
Rusia	4,0	4,3	7,50	7,00	2,6
Filipinas	2,0-4,0	1,7	4,50	4,00	2,3
Brasil	3,0-6,0	3,4	6,50	5,50	2,0
Sudáfrica	3,0-6,0	4,3	6,75	6,50	2,1
India	2,0-6,0	3,2	5,75	5,40	2,1
Indonesia	2,5-4,5	3,5	6,00	5,25	1,7
Corea del Sur	2,0	0,0	1,75	1,50	1,5
Tailandia	1,0-4,0	0,5	1,75	1,50	1,0
Serbia	1,5-4,5	1,3	3,00	2,50	1,2
<b>Perú</b>	<b>1,0-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,75</b>	<b>2,50</b>	<b>0,5</b>
EUA	2,0	1,7	2,50	2,00	0,3
Islandia	2,5	3,2	3,75	3,50	0,3
Chile	2,0-4,0	2,3	2,50	2,00	-0,3
Australia 1/	2,0-3,0	1,6	1,25	1,00	-0,6
Nueva Zelanda 1/	1,0-3,0	1,7	1,50	1,00	-0,7

1/ Inflación a junio 2019.  
Fuente: Bancos centrales.

Así, en el último año se han registrado recortes en las tasas de interés de política monetaria de diversos países, sin embargo la intensidad y la velocidad de esta respuesta depende de la posición de política monetaria inicial. Es decir, mientras algunos bancos centrales se encontraban con una posición neutral en el instante en que se manifestó el choque, otros ya contaban con una posición expansiva de política monetaria desde el año anterior, como el caso del Perú, que mantiene una de las tasas de interés reales más bajas entre el conjunto de economías emergentes. Este punto inicial se encuentra estrechamente relacionado con la fase del ciclo económico, y con el nivel de inflación esperado de cada país.

En el caso de los principales países de la región que ponen en práctica el esquema de metas de inflación, en los últimos 12 meses se observa un comportamiento heterogéneo de las tasas de interés de política monetaria. Chile y México elevaron sus tasas de política hacia el cuarto trimestre de 2018, para luego reducirlas entre junio y setiembre de este año, iniciando así un ciclo de estímulo monetario. Por otro lado, Brasil y Perú mantuvieron sus tasas de interés hasta agosto, cuando las redujeron en 50 y 25 puntos básicos, respectivamente. Por su parte,

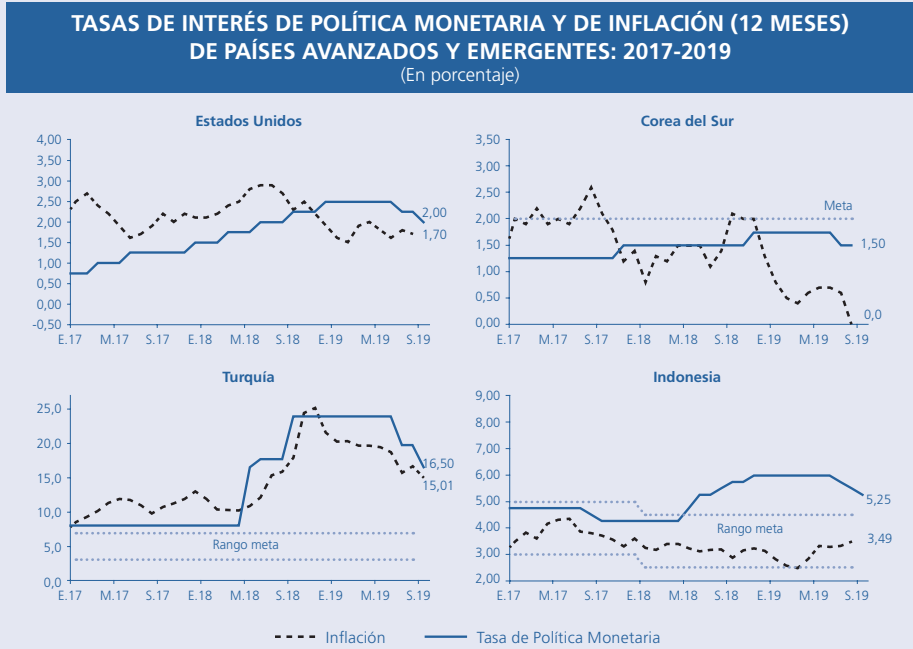




Colombia mantiene su tasa de interés de política monetaria en 4,25 por ciento desde abril de 2018.

El BCRP inició tempranamente en mayo de 2017 su ciclo de reducción de la tasa de interés de referencia de 4,25 por ciento a 2,75 por ciento en mayo de 2018. Este estímulo fue ampliado mediante la reducción de la tasa de referencia a 2,50 por ciento en agosto de 2019. De esta manera, el Perú mantiene entre este conjunto de economías, una de las tasas de interés real más bajas, lo que refleja una posición de política monetaria claramente expansiva. Ello, sumado a que la tasa de inflación y sus expectativas se ubican dentro del rango meta, ha permitido mantener y ampliar el impulso monetario durante este periodo.

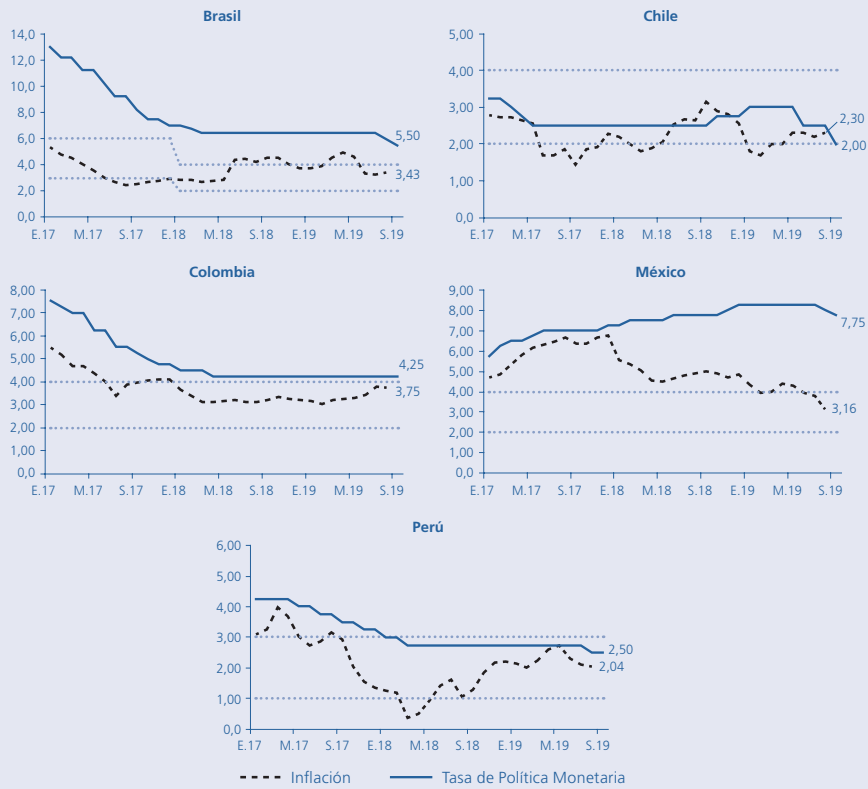
El ritmo de la evolución de las tasas de referencia es el reflejo de las condiciones macroeconómicas de cada país, lo que se observa principalmente en la evolución de la inflación, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



Para la evaluación de la oportunidad de los recortes en la tasa de referencia de política monetaria, se debe tener en cuenta, no sólo si se redujo está en el periodo más reciente, sino cuál es el nivel de la tasa de interés real respecto a su nivel neutral, ya que esta diferencia resulta más informativa de la posición de política monetaria. El análisis de la posición de política monetaria debe considerar la consistencia de la brecha entre la tasa real de política monetaria y su tasa neutral con la evolución de la inflación y sus determinantes. Las modificaciones en la tasa de referencia no señalan *per se* si su cambio ha sido oportuno o no. Una reducción de la tasa de interés de política monetaria, por ejemplo, puede reflejar cambios en condiciones macroeconómicas o correcciones de alzas prematuras realizadas previamente.



**TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA, DE INFLACIÓN (12 MESES)  
Y RANGO META DE PAÍSES DE LA REGIÓN: 2017-2019**  
(En porcentaje)





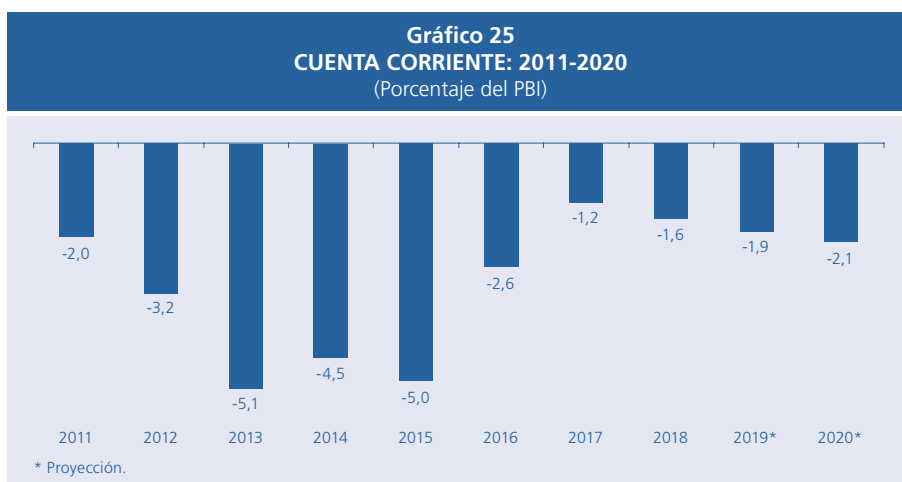
## II. Balanza de pagos

### Cuenta corriente

14. En el primer semestre de 2019, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicó en US\$ 2 748 millones (2,5 por ciento del PBI), mayor en US\$ 701 millones al de igual periodo de 2018 (1,8 por ciento del PBI). Este resultado reflejó principalmente el menor superávit de la balanza comercial (US\$ 2 444 millones), producto de las menores exportaciones mineras y de hidrocarburos, afectadas por las menores cotizaciones internacionales de los metales básicos y la menor producción primaria (principalmente oro, zinc y derivados del petróleo).

Para el horizonte de proyección se prevé un escenario con una caída moderada de términos de intercambio, una normalización de la actividad primaria en 2020 y un menor dinamismo de la actividad económica global. En este contexto se espera un menor superávit de la balanza comercial con respecto al Reporte de junio y un mayor déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual continuaría siendo más que compensado por el ingreso de capitales de largo plazo.

Bajo este escenario, para 2019 y 2020, se espera el **déficit de cuenta corriente** se ubique en 1,9 y 2,1 por ciento del PBI, respectivamente, niveles sostenibles y menores al promedio de los últimos 10 años (2,8 por ciento del PBI).

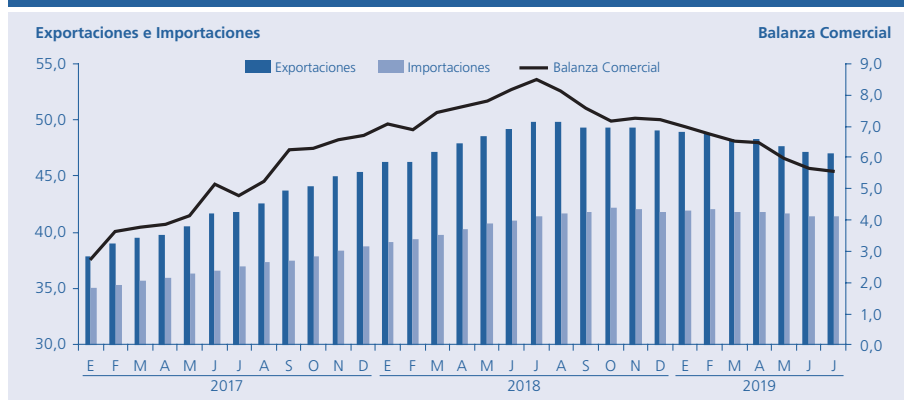


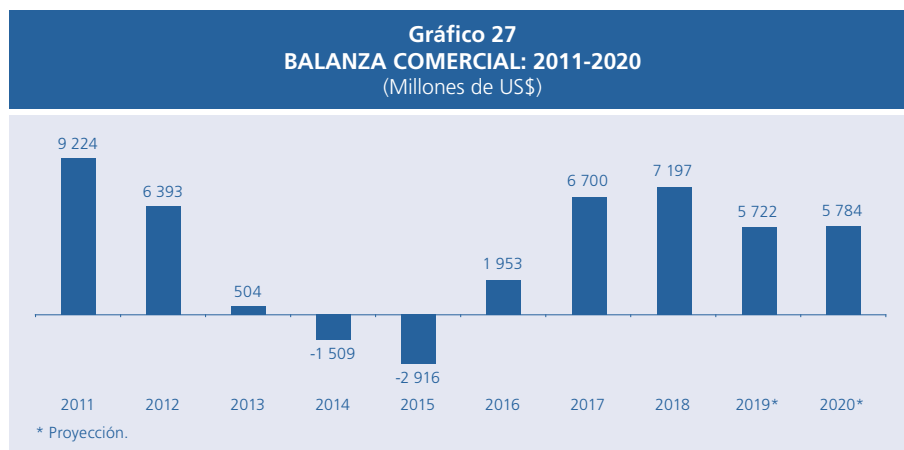
**Cuadro 10**  
**BALANZA DE PAGOS**  
 (Millones de US\$)

	2018	2019*		2020*		
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-3 594</b>	<b>-2 748</b>	<b>-3 782</b>	<b>-4 347</b>	<b>-4 608</b>	<b>-4 960</b>
Porcentaje del PBI	-1,6	-2,5	-1,6	-1,9	-1,9	-2,1
1. Balanza comercial	7 197	2 444	6 271	5 722	6 284	5 784
a. Exportaciones	49 066	22 616	48 195	47 450	51 224	50 148
i) Tradicionales	35 638	16 074	34 023	33 473	35 611	34 731
ii) No Tradicionales	13 240	6 457	14 001	13 813	15 457	15 258
b. Importaciones	-41 870	-20 172	-41 924	-41 728	-44 940	-44 364
2. Servicios	-2 532	-1 205	-2 514	-2 521	-2 885	-2 935
3. Renta de factores	-11 814	-5 885	-11 303	-11 322	-11 883	-11 685
4. Transferencias corrientes	3 556	1 899	3 763	3 774	3 876	3 876
Del cual: Remesas del exterior	3 225	1 645	3 382	3 382	3 551	3 551
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>94</b>	<b>9 139</b>	<b>9 818</b>	<b>12 882</b>	<b>6 292</b>	<b>6 644</b>
1. Sector privado	-2 028	3 298	3 235	6 916	3 213	3 655
a. Largo plazo	917	2 168	4 109	6 612	3 427	3 633
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-2 946	1 131	-873	304	-214	22
2. Sector público <sup>2/</sup>	2 122	5 840	6 582	5 966	3 080	2 989
<b>III. VARIACIÓN DE RIN</b>	<b>-3 500</b>	<b>6 391</b>	<b>6 035</b>	<b>8 535</b>	<b>1 684</b>	<b>1 684</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.

15. En el primer semestre del año, la **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 2 444 millones, menor en US\$ 1 558 millones al resultado comercial obtenido en el mismo periodo de 2018. A julio de 2019, el resultado acumulado doce meses fue US\$ 5 539 millones, mostrando así una tendencia a la baja desde julio de 2018. Con esta evolución se revisa la proyección del año de US\$ 6 271 millones a US\$ 5 722 millones, que refleja principalmente la reducción en el valor de las exportaciones. De manera similar se revisa a la baja la proyección de 2020.

**Gráfico 26**  
**BALANZA COMERCIAL, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES**  
 (Acumulado últimos doce meses - Miles de millones de US\$)




16. Las **exportaciones** fueron US\$ 22 616 millones en el primer semestre del año, lo que implicó una disminución de 7,9 por ciento respecto al mismo periodo del año previo, reflejo principalmente de los menores precios de exportación del cobre y zinc y una disminución en los embarques de petróleo y sus derivados. Para este año, se espera que el valor de nuestras exportaciones se reduzca por el impacto de los menores precios de exportación de los productos tradicionales. Los mayores embarques de productos no tradicionales agropecuarios y pesqueros se compensarían con la reducción en los volúmenes de exportación de bienes tradicionales debido al ajuste a la baja de la producción minera. Para 2020, se espera una mayor recuperación del volumen de exportaciones tradicionales en línea con la normalización de la producción primaria.

**Cuadro 11**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

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

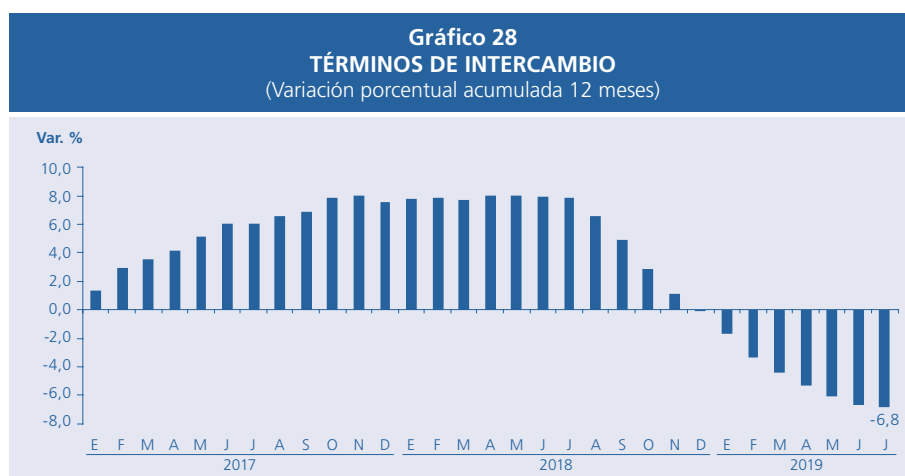
\* Proyección.

En cuanto a las **importaciones**, éstas se han reducido en el primer semestre de 2019 en un contexto de bajo crecimiento de la demanda interna y menores precios del petróleo y sus derivados. Para lo que resta de este año se espera un ligero incremento

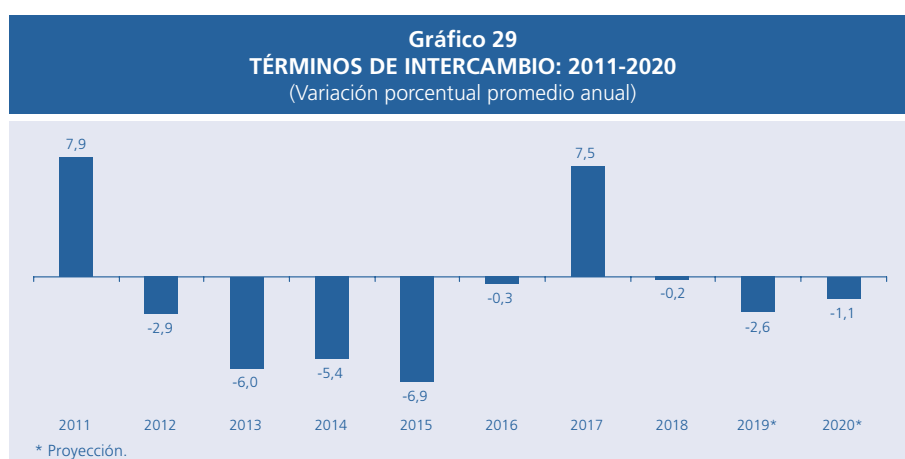
en los volúmenes de importación de bienes de capital, en concordancia con la revisión al alza de la inversión privada. Para 2020, se prevé que la recuperación continúe en línea con la evolución esperada de la inversión y la actividad local.

### Términos de intercambio

17. 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*, entre ellos nuestros metales de exportación. En los últimos doce meses a julio de 2019, los **términos de intercambio** han caído 6,8 por ciento.



18. Para 2019, se estima que los términos de intercambio registren una reducción de 2,6 por ciento, reflejando la evolución observada. El precio (promedio anual) de las exportaciones se reduciría 3,6 por ciento; mientras que los precios de las importaciones caerían 1,1 por ciento. Para el año 2020, los términos de intercambio tendrían una disminución de 1,1 por ciento.





**Cuadro 12**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2018-2020**

	2018	2019*			2020*	
		I Sem	RI Jun.	RI Set.	RI Jun.	RI Set.
<b>Términos de intercambio</b>						
Var % anual (promedio)	-0,2	-6,2	-2,8	-2,6	-0,7	-1,1
<b>Precios de Exportaciones</b>						
Var % anual (promedio)	6,3	-7,2	-4,0	-3,6	0,7	-0,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	297	280	276	271	275	262
Zinc (ctv US\$ por libra)	133	124	120	114	115	103
Plomo (ctv US\$ por libra)	102	89	86	91	84	94
Oro (US\$ por onza)	1 269	1 307	1 328	1 393	1 350	1 495
<b>Precios de Importaciones</b>						
Var % anual (promedio)	6,5	-1,0	-1,3	-1,1	1,5	0,9
Petróleo (US\$ por barril)	65	57	57	58	55	56
Trigo (US\$ por TM)	186	171	169	165	185	162
Maíz (US\$ por TM)	132	142	153	146	169	146
Aceite de Soya (US\$ por TM)	637	623	617	628	620	642
Torta de Soya (US\$ por TM)	379	341	354	337	373	333

\* Proyección.

## Financiamiento externo

19. La proyección del Reporte contempla un escenario de políticas monetarias más laxas de parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas y emergentes, como respuesta a la moderación del crecimiento global, y sin una intensificación de las tensiones comerciales. En este sentido, se espera se mantenga la entrada de capitales de largo plazo al sector privado y al sector público, superando el mayor requerimiento de financiamiento de la cuenta corriente.

Para el horizonte de proyección se estima que **los capitales de largo plazo** sigan siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos. Para el sector privado, la **inversión directa extranjera** se mantendrá como la principal fuente de financiamiento por la reinversión de utilidades y los mayores aportes de capital observados (como la venta de la Hidroeléctrica de Chaglla al consorcio China Three Gorges en el segundo trimestre) y la revisión al alza de la inversión privada. Entre los principales proyectos de inversión esperados destacan los mineros, con cerca de US\$ 10 mil millones en 2019-2020. Se espera continúen las obras de los megaproyectos Quellaveco, Mina Justa y Ampliación de Toromocho, y en menor escala, los de Quecher Main y Relaves B2 San Rafael.

Asimismo, se revisa al alza la **inversión en cartera** principalmente por la evolución registrada en lo que va del año. Este resultado refleja las mayores emisiones de bonos (en dólares y soles) y la mayor preferencia de los no residentes por los títulos de empresas peruanas, en una coyuntura de mejores condiciones de financiamiento externo e interno.

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

	2018	2019*			2020*	
		I Sem.	RI Jun	RI Set	RI Jun	RI Set
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>-2 028</b>	<b>3 298</b>	<b>3 235</b>	<b>6 916</b>	<b>3 213</b>	<b>3 655</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-0,9</i>	<i>3,0</i>	<i>1,4</i>	<i>3,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>917</b>	<b>2 168</b>	<b>4 109</b>	<b>6 612</b>	<b>3 427</b>	<b>3 633</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-3 558</b>	<b>-3 086</b>	<b>-3 023</b>	<b>-2 314</b>	<b>-2 321</b>	<b>-2 021</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>4 476</b>	<b>5 253</b>	<b>7 131</b>	<b>8 926</b>	<b>5 748</b>	<b>5 654</b>
Inversión directa extranjera en el país	6 488	5 504	6 608	8 164	5 642	5 255
Préstamos de Largo Plazo	-1 601	-761	179	-1 197	-493	-238
Inversión de cartera	-411	510	344	1 959	600	637
<b>B. CORTO PLAZO<sup>1/</sup></b>	<b>-2 946</b>	<b>1 131</b>	<b>-873</b>	<b>304</b>	<b>-214</b>	<b>22</b>

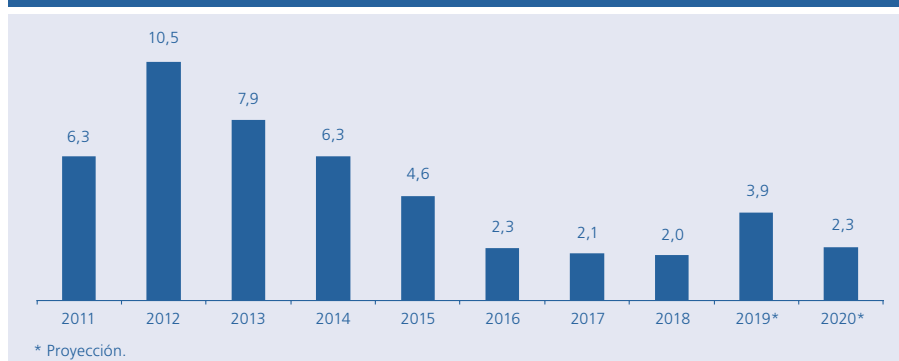
<sup>1/</sup> Incluye errores y omisiones netos.

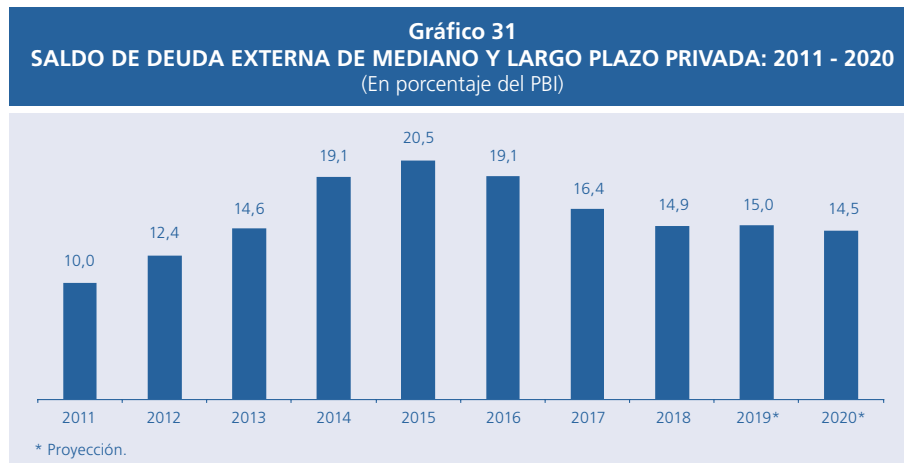
\* Proyección.

Para 2019 y 2020, se revisa a la baja las inversiones de cartera en activos externos de acuerdo a la evolución reciente (principalmente de las AFPs en julio y agosto), en línea con los menores rendimientos internacionales. Asimismo, se revisa al alza la entrada de capitales de corto plazo, básicamente por lo observado durante el segundo trimestre del presente año, en el que se redujeron los depósitos en el exterior del sector bancario y de empresas no financieras.

La mayor preferencia por el financiamiento local se ha reflejado en la amortización anticipada de préstamos, por lo que el endeudamiento externo muestra una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, por lo que se ubicaría en 14,5 por ciento del PBI en 2020.

**Gráfico 30**  
**PASIVOS DE LA CUENTA FINANCIERA PRIVADA DE LARGO PLAZO: 2011-2020**  
(En porcentaje del PBI)





20. La **cuenta financiera pública** ha sido revisada a la baja, principalmente por la menor demanda de no residentes observada por nuestros títulos soberanos respecto a lo previsto en el Reporte anterior (particularmente cuando se agravó la guerra comercial entre Estados Unidos y China en los meses recientes), aunque aún el flujo del año sería mayor en US\$ 3 505 millones al observado en 2018.

**Cuadro 14**  
**CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO**  
(Millones de US\$)

	2018	2019*		2020*		
		I Sem.	RI Jun.	RI Set.	RI Jun.	RI Set.
<b>I. Desembolsos<sup>1/</sup></b>	<b>1 800</b>	<b>1 335</b>	<b>2 178</b>	<b>2 025</b>	<b>1 851</b>	<b>1 851</b>
<b>II. Amortización</b>	<b>-1 614</b>	<b>-1 061</b>	<b>-1 958</b>	<b>-1 963</b>	<b>-335</b>	<b>-335</b>
<b>III. Activos externos netos</b>	<b>-201</b>	<b>447</b>	<b>249</b>	<b>308</b>	<b>-240</b>	<b>-240</b>
<b>IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)</b>	<b>2 137</b>	<b>5 119</b>	<b>6 114</b>	<b>5 597</b>	<b>1 804</b>	<b>1 714</b>
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 822	4 767	6 035	5 327	1 804	1 714
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-315	-353	-79	-270	0	0
<b>V. TOTAL (V = I+II+III+IV)</b>	<b>2 122</b>	<b>5 840</b>	<b>6 582</b>	<b>5 966</b>	<b>3 080</b>	<b>2 989</b>

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

21. 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.



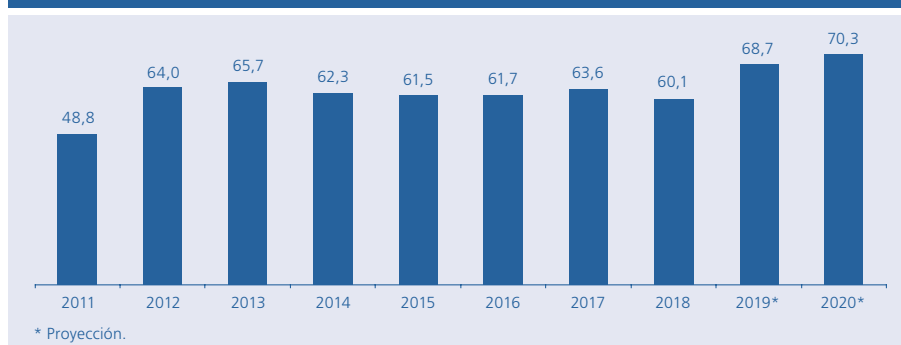
**Cuadro 15**  
**INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL**

	2017	2018	2019*	2020*
<b>Reservas Internacionales como porcentaje de:</b>				
a. PBI	29,7	26,7	29,7	29,2
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	405	395	552	559
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	346	320	409	401

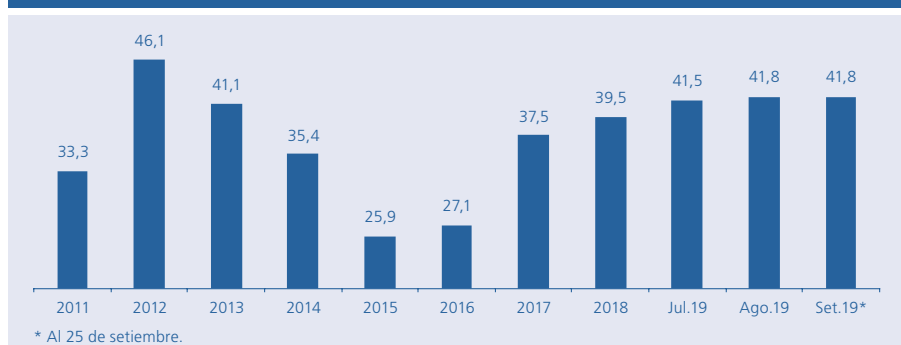
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.  
\* Proyección.

22. Al 25 de setiembre, las reservas internacionales netas han aumentado US\$ 8 232 millones respecto al cierre del año pasado. Por un lado, los depósitos en moneda extranjera del sistema financiero en el BCRP aumentaron US\$ 5 703 millones, la posición de cambio del BCRP subió US\$ 2 209 millones, y los depósitos del sector público se incrementaron US\$ 405 millones.

**Gráfico 32**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2011-2020**  
(Miles de millones de US\$)



**Gráfico 33**  
**POSICIÓN DE CAMBIO DEL BCRP**  
(Miles de millones de US\$)





### III. Actividad económica

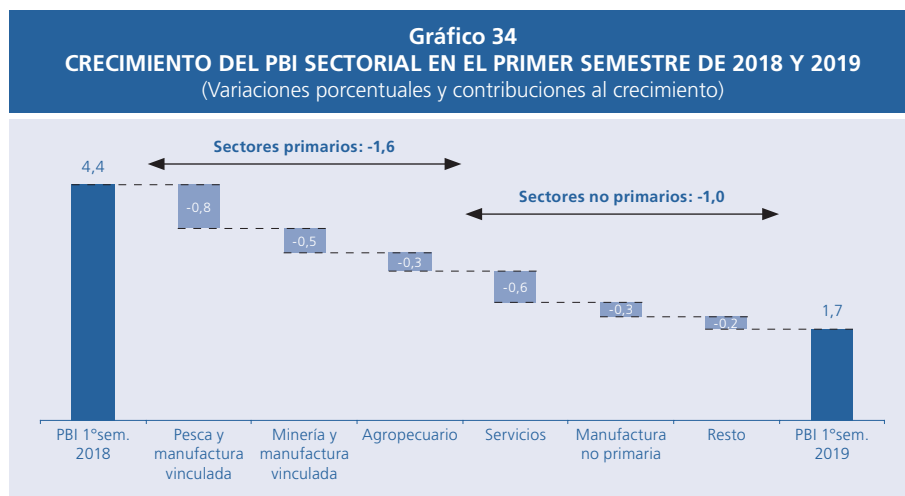
#### PBI sectorial

23. En el segundo trimestre de 2019 el PBI creció 1,2 por ciento, la tasa más baja desde el cuarto trimestre de 2014, acumulando una expansión de 1,7 por ciento en el primer semestre del año, menor al 4,4 por ciento observado en el primer semestre de 2018. La reducción en la tasa de crecimiento semestral del PBI se debió a la contracción de 2,9 por ciento de la actividad primaria como resultado de eventos transitorios que han afectado la evolución de sectores como pesca y minería. Asimismo, se observó una moderación del crecimiento de la producción no primaria, que pasó de una expansión de 4,5 por ciento en el primer semestre de 2018 a crecer 3,1 por ciento.

**Cuadro 16**  
**PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO: PRIMER SEMESTRE**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2016	2017	2018	2019
<b>PBI</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>1,7</b>
Sectores primarios	8,2	5,5	4,2	-2,9
Sectores no primarios	3,0	1,6	4,5	3,1

Entre los choques que afectaron la actividad primaria durante el primer semestre destacan (i) el inicio tardío de la primera temporada de pesca y la menor cuota de captura que afectaron la extracción de anchoveta, (ii) la menor producción de oro, zinc y hierro por bajas leyes mineras y por algunas paralizaciones, (iii) la menor actividad de la manufactura primaria por menor producción de harina de pescado y menor refinación de metales no ferrosos. Por otro lado, la moderación de la actividad no primaria reflejó una evolución más débil de la demanda interna, dado el menor dinamismo del mercado laboral, la reducción del gasto público, el deterioro de las expectativas y una coyuntura interna e internacional menos favorable.



Con esta evolución se proyecta un crecimiento del PBI de 2,7 por ciento para 2019, menor al 3,4 por ciento del Reporte previo. Esta revisión está motivada por una duración mayor que la esperada de los choques de oferta que han afectado la producción primaria y por un crecimiento más moderado del consumo privado, que impactaría negativamente en la expansión de la actividad no primaria. La economía alcanzó tasas de crecimiento casi nulas en abril y mayo, para luego recuperarse en junio (2,6 por ciento) y julio (3,3 por ciento), dando señales iniciales de la reversión de los choques de oferta. Se espera que en lo que resta del año se recupere la producción minera por las ampliaciones de Toquepala (cobre) y de Marcona (hierro), lo que impactaría positivamente en el sector de manufactura primaria. En 2020 el PBI se recuperaría a 3,8 por ciento, tras la normalización de los choques de oferta y considerando una mejora de la confianza empresarial.

**Cuadro 17**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2018	2019*			2020*	
		I Sem	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>PBI primario</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Agropecuario	7,8	3,3	4,5	4,1	4,0	4,1
Pesca	39,7	-26,9	-14,6	-13,6	9,0	9,6
Minería metálica	-1,7	-1,7	2,1	-0,8	4,0	3,9
Hidrocarburos	0,0	0,3	2,6	3,4	0,3	0,3
Manufactura	13,2	-15,8	-5,9	-5,7	2,1	2,2
<b>PBI no primario</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>
Manufactura	3,7	0,8	3,2	2,2	3,8	3,8
Electricidad y agua	4,4	4,9	4,3	4,3	4,0	4,0
Construcción	5,3	5,0	5,4	5,4	6,9	5,8
Comercio	2,6	2,6	3,2	3,0	3,5	3,5
Servicios	4,4	3,6	4,1	3,7	4,0	3,6
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.





- a) El PBI del sector **agropecuario** creció 3,3 por ciento en el primer semestre de 2019. La actividad agrícola aumentó 2,7 por ciento producto de las mayores áreas cosechadas en cultivos como arándanos, cacao, palta, aceituna, uva, entre otros. No obstante, los rendimientos de cultivos como el arroz se vieron afectados por las anomalías climáticas durante el primer semestre del año. Asimismo, en la región sierra, las deficiencias de lluvias desde fines del año anterior y las heladas del primer trimestre desalentaron las siembras y afectaron la producción de cultivos andinos como papa y maíz amiláceo.

La actividad pecuaria se expandió 4,4 por ciento por la mayor producción de carne de ave y huevos. Se espera que esta tasa se modere en el segundo semestre por un menor aumento de la actividad avícola.

Basado en estos eventos, se revisa la proyección de 2019 del sector agropecuario de 4,5 a 4,1 por ciento, mientras que para 2020 se proyecta una tasa de crecimiento de 4,1 por ciento, en un escenario con condiciones climáticas normales.

- b) La actividad del **sector pesca** registró una reducción de 26,9 por ciento en el primer semestre del presente año, explicado principalmente por los acontecimientos ocurridos en los meses de abril y mayo. En abril la menor tasa de crecimiento se debió al inicio tardío de la primera temporada de pesca, pues en 2018 la fase exploratoria comenzó el 6 de abril (cuyo fin es contar con información actualizada sobre el tamaño y disposición de la anchoveta), mientras que en este año dicha fase inició el 26 de abril. En mayo, la menor captura de anchoveta se debió al bajo ritmo de captura diaria en un contexto de una reducción en la cuota (2,1 millones de TM frente a 3,3 millones de TM del 2018). Por otro lado, en junio el sector creció 14,2 por ciento, ya que en 2018 la captura de anchoveta se concentró entre los meses de abril y mayo.

Además, en junio terminó la primera temporada de pesca de la Zona Sur capturándose, según el Instituto del Mar del Perú (IMARPE), el 32,9 por ciento de la cuota (177 mil TM). Esta zona se caracteriza por tener pescas irregulares cada año. En julio, culminó la primera temporada de pesca de la Zona Norte-Centro, en la cual, según IMARPE, se capturó el 95 por ciento de la cuota.

Para 2019, se espera que el sector se reduzca 13,6 por ciento, mostrando en el segundo semestre una aceleración con respecto al primer semestre por los mayores desembarques de anchoveta. Para 2020 se proyecta una tasa de crecimiento de 9,6 por ciento, consistente con condiciones climáticas normales. Se proyecta una extracción de anchoveta de 4,2 millones de toneladas métricas en 2019 y 5,0 millones en 2020 (6,0 millones en 2018).

- c) El PBI del sector **minería metálica** cayó 1,3 por ciento durante el segundo trimestre de 2019, acumulando una caída de 1,7 por ciento en el primer semestre. El resultado se explica por i) la menor producción de oro en Barrick y

Buenaventura; ii) las menores leyes de zinc en Antamina; iii) la menor producción de molibdeno por resultados atípicos en Toromocho y Antamina; y iv) la menor producción de hierro de Shougang por la baja ley del mineral extraído. Además, contribuyó al resultado la menor producción de algunas minas de plata y la paralización parcial de la producción de Las Bambas en abril.

Se espera que el sector muestre una caída de 0,8 por ciento en 2019, lo que supone una modesta recuperación durante el segundo semestre (0,1 por ciento). El mayor crecimiento proyectado para 2020 se explica por la normalización de la producción minera y la mayor producción de Toquepala y Marcona.

Para 2019, se espera que el sector **hidrocarburos** crezca 3,4 por ciento. Durante el primer semestre, el sector creció 0,3 por ciento y se proyecta una recuperación de 6,3 por ciento en el segundo. En el caso del petróleo, la producción del primer trimestre del año se vio afectada por la paralización del transporte de crudo por el oleoducto norperuano desde diciembre de 2018; los lotes afectados fueron el 8 y, principalmente, el 192. En el segundo trimestre del año se registró una disminución de la extracción de gas y líquidos de gas natural, principalmente en los lotes 88, 56 y 57; lo que reflejó una menor demanda interna por parte de generadoras termoeléctricas, así como también una menor demanda externa. Para el segundo semestre del año tanto la producción de petróleo como la de gas y líquidos de gas natural retomarían sus niveles normales. Para 2020, se espera un crecimiento de 0,3 por ciento (igual a lo previsto en el Reporte de junio).

- d) La actividad del subsector **manufactura primaria** se contrajo 15,8 por ciento en el primer semestre debido a la menor refinación de metales no ferrosos por el mantenimiento de Southern, a la menor producción de harina de pescado por la menor cuota en la primera temporada de pesca de anchoveta, de arroz pilado y refinación de petróleo.

Para este subsector se espera una caída de 5,7 por ciento para 2019, menor a la registrada en el primer semestre del año debido a la mayor producción de harina de pescado por la normalización de la actividad pesquera del segundo semestre y de la refinación de metales no ferrosos.

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

- e) La actividad de la **manufactura no primaria** se desaceleró a 0,8 por ciento en el primer semestre por la menor producción de bienes de consumo masivo





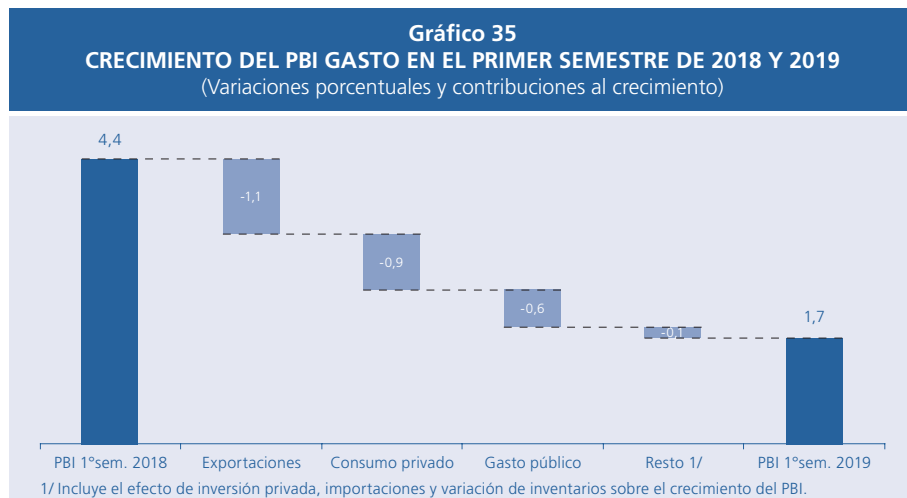
(calzado, artículos de papel y cartón, productos de tocador y manufacturas diversas), insumos (actividades de impresión, plaguicidas y vidrios) y bienes orientados al mercado externo (hilados, tejidos y acabados). Estos factores se revertirían en lo que queda del año y se espera un crecimiento de 2,2 para 2019 y de 3,8 por ciento para 2020, principalmente de los bienes orientados a la inversión y de insumos, en línea con el crecimiento de la demanda interna.

- f) El PBI del sector **construcción** creció 5,0 por ciento en primer semestre de 2019 debido a la mayor inversión privada. Para 2019 y 2020, se espera que el sector crezca 5,4 por ciento y 5,8 por ciento, respectivamente, impulsado por una recuperación en la inversión pública y el crecimiento de la inversión privada.

### PBI gasto

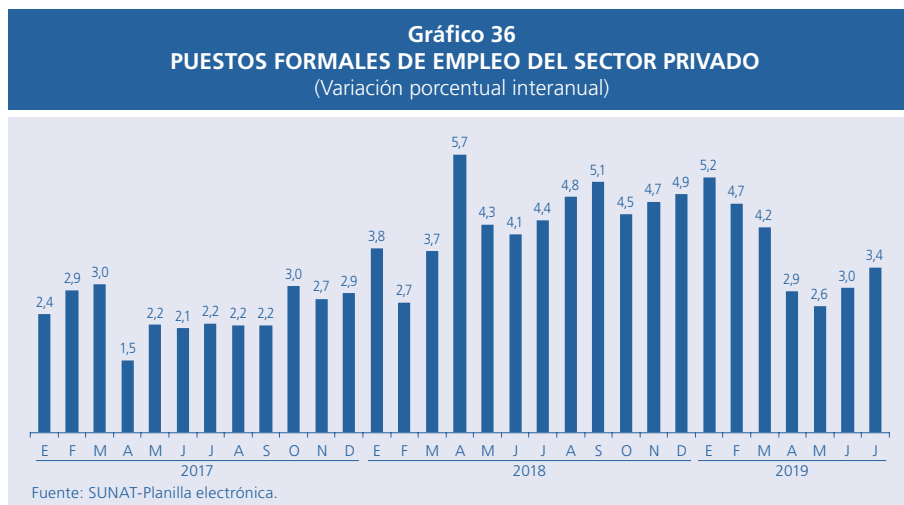
24. Por el lado de los componentes de gasto, el menor crecimiento observado entre el primer semestre del año pasado (4,4 por ciento) y el actual (1,7 por ciento) se explicó principalmente por una menor contribución de las exportaciones (en 1,1 puntos porcentuales del PBI) y por la evolución tanto del consumo privado como del gasto público, los cuales contribuyeron a la diferencia con -0,9 y -0,6 puntos porcentuales, respectivamente.

Los choques de oferta a la actividad primaria implicaron una reducción de las exportaciones en el primer semestre de 2019. A este factor se suma la reducción del gasto público, en parte por el cambio de autoridades subnacionales a inicios de 2019. Asimismo, la moderación del crecimiento mundial, la reducción de los términos de intercambio y un clima político interno menos favorable han afectado las decisiones de gasto del sector privado. Dentro del gasto privado, el consumo moderó su crecimiento, siguiendo la evolución del mercado laboral. Por el contrario, la inversión privada mantuvo un crecimiento de 4,1 por ciento, con la recuperación de la inversión no minera.



25. Los indicadores del mercado laboral, principal determinante del **consumo privado**, muestran una desaceleración respecto al avance de 2018. Sin embargo, la confianza del consumidor y los términos de intercambio han mostrado una recuperación en agosto, a la vez que el crédito mantiene tasas de expansión mayores a 10 por ciento:

- a) El mercado laboral ha mostrado menor dinamismo desde febrero del presente año. En julio, los puestos de trabajo formales del sector privado, medidos a través de la planilla electrónica de Sunat, crecieron en 3,4 por ciento anual, tasa menor a la de julio de 2018 (4,4 por ciento), pero mayor a la de meses previos, presentando señales de recuperación.

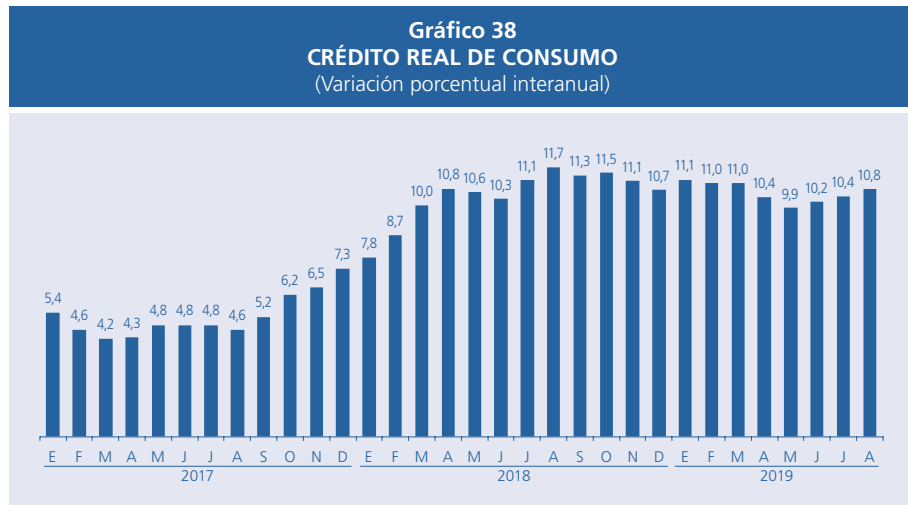


- b) La confianza del consumidor, medida como la expectativa acerca de la situación económica futura de las familias, revirtió la desaceleración observada desde mayo de este año, alcanzado un nivel de 63 puntos en agosto.



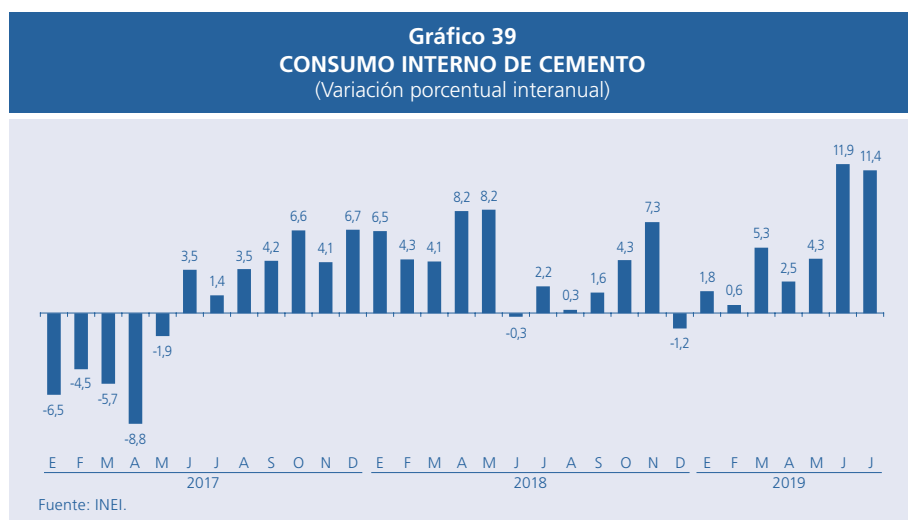


- c) El crédito de consumo continuó registrando altas tasas de crecimiento (10,8 por ciento en agosto).



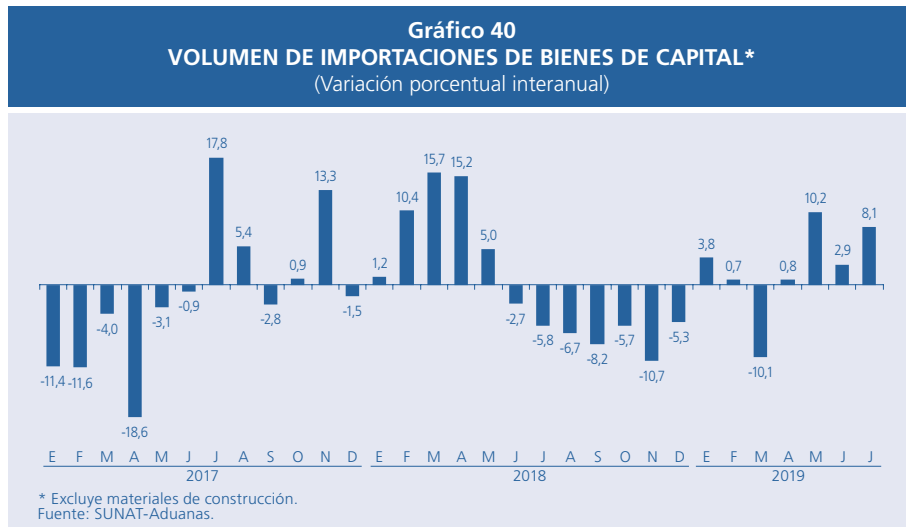
26. Los indicadores contemporáneos y adelantados muestran una recuperación de la **inversión privada** hasta agosto.

- a) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, se incrementó en 11,4 por ciento en julio, tasa superior a la del primer semestre del año (4,4 por ciento).

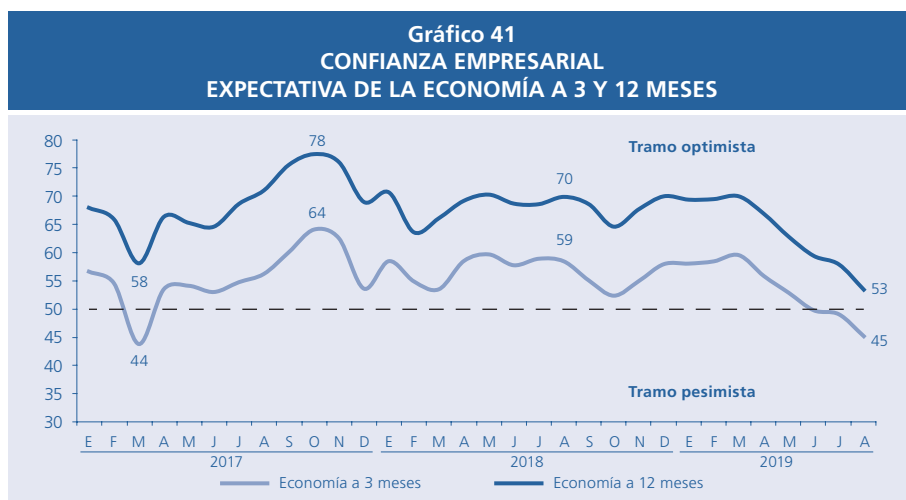




- b) El volumen de importaciones de bienes de capital (excluyendo materiales de construcción) se incrementó en 8,1 por ciento en julio.

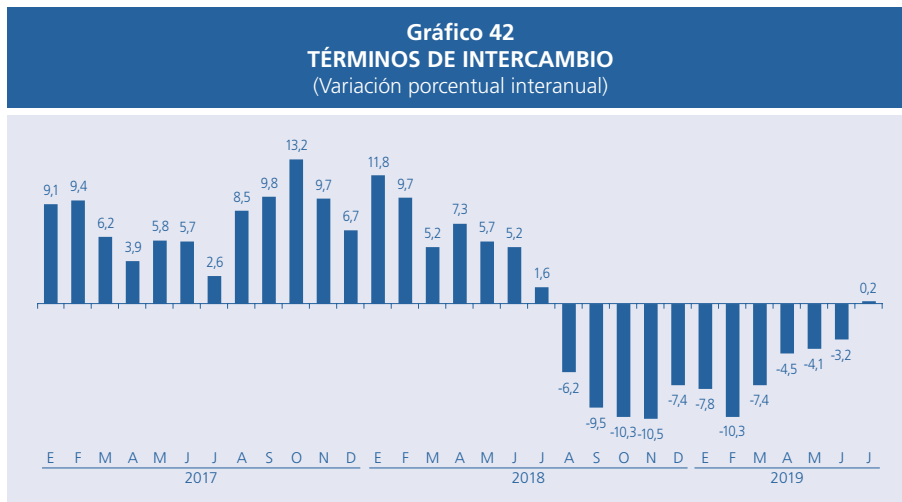


- c) En agosto, las expectativas de los empresarios acerca de la situación de la economía dentro de 3 y 12 meses bajaron a 45 y 53 puntos, respectivamente, luego de alcanzar un promedio de 56 y 66 puntos en el primer trimestre.



- d) Los términos de intercambio se estabilizaron en julio luego de 11 reducciones consecutivas (desde agosto de 2018).





27. La evolución de la actividad en el primer semestre se reflejó en una corrección de las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI. Según la última Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, los agentes estiman un crecimiento de entre 2,5 y 3,0 por ciento para el presente año y de entre 3,3 y 3,5 por ciento para 2020.

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

	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Set.19*
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	3,9	3,3	2,8
2020	4,0	3,6	3,3
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	3,9	3,2	2,5
2020	4,0	3,7	3,3
<b>Empresas No Financieras</b>			
2019	3,9	3,5	3,0
2020	4,0	3,8	3,5

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

28. En línea con lo señalado, se ha revisado a la baja el crecimiento del PBI de 2019 de 3,4 a 2,7 por ciento y de 2020 de 4,0 a 3,8 por ciento, así como el de la demanda interna, de 3,3 a 3,0 por ciento en 2019 y de 4,0 a 3,7 por ciento en 2020. Este resultado incorpora revisiones en la proyección de las siguientes variables:

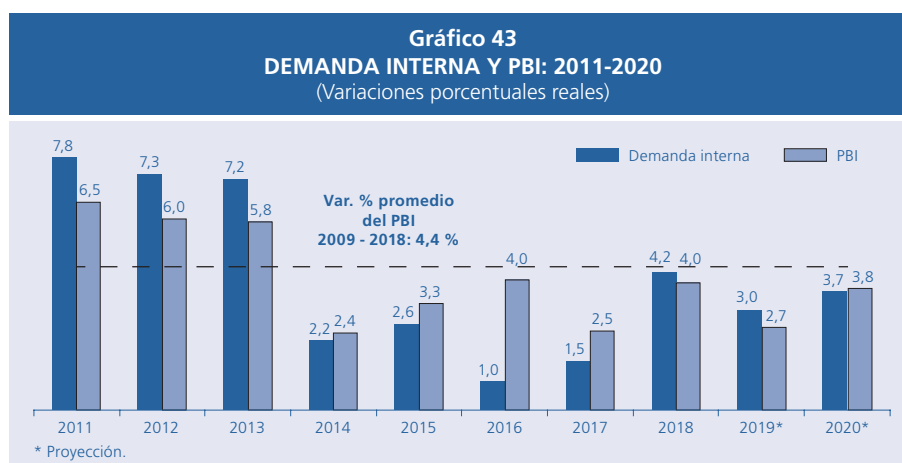
- a) La expansión del **consumo privado** de 2019 se revisa de 3,5 a 3,0 por ciento en razón al bajo dinamismo del mercado laboral observado durante el primer semestre. En 2020 se espera un crecimiento del consumo (igual al del Reporte previo) en línea con la progresiva recuperación de la demanda interna.
- b) Se modifica el crecimiento de la **inversión privada** de 3,8 a 4,4 por ciento, por la evolución del primer semestre mayor que lo esperado, y por los indicadores adelantados

mencionados previamente, todo ello bajo el supuesto de una recuperación gradual de las expectativas de los empresarios acerca de la economía en el horizonte de proyección. Por ello, se espera que la inversión presente un avance más moderado en 2020 (4,5 por ciento vs 5,5 por ciento proyectado en el Reporte previo).

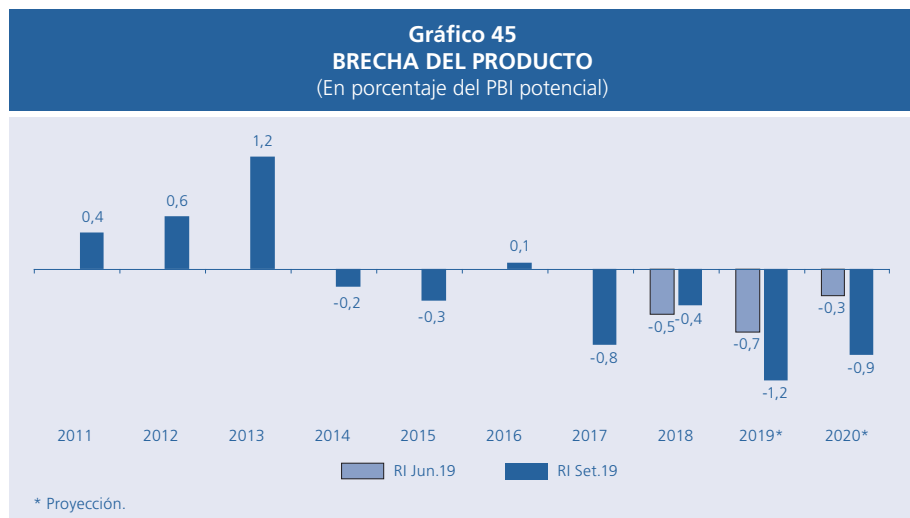
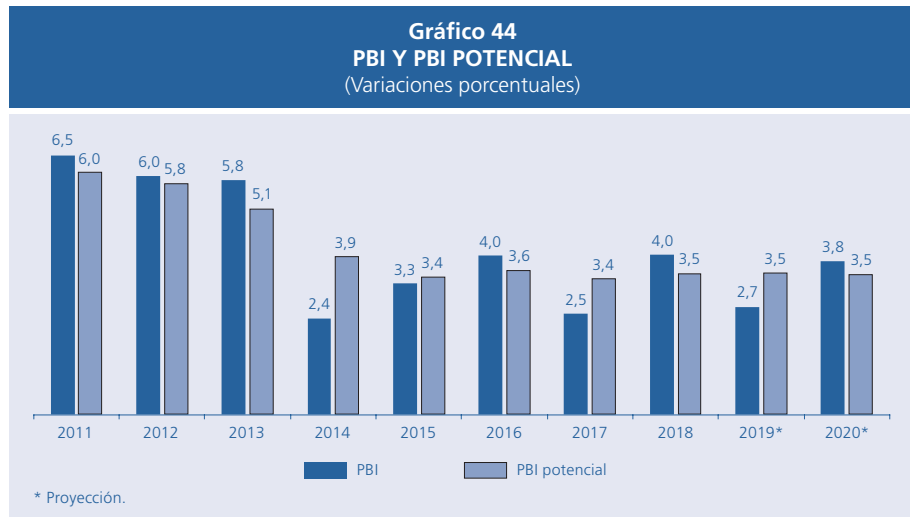
- c) La **inversión pública** aumentaría 0,5 por ciento en 2019, menor al 1,0 por ciento proyectado en el Reporte previo, por el menor avance de obras respecto a lo esperado. Se espera que el efecto de la entrada de nuevas autoridades subnacionales se disipe en 2020, con lo que esta variable aumentaría 5,0 por ciento.
- d) El valor de **exportaciones** de 2019 crecería 0,9 por ciento (2,6 por ciento proyectado en el Reporte de junio) debido a que el impacto del choque de oferta sobre la actividad primaria se estaría prolongando más que lo anticipado previamente. En 2020 las exportaciones crecerían 5,6 por ciento, una vez se normalice la producción proveniente de los sectores primarios.

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

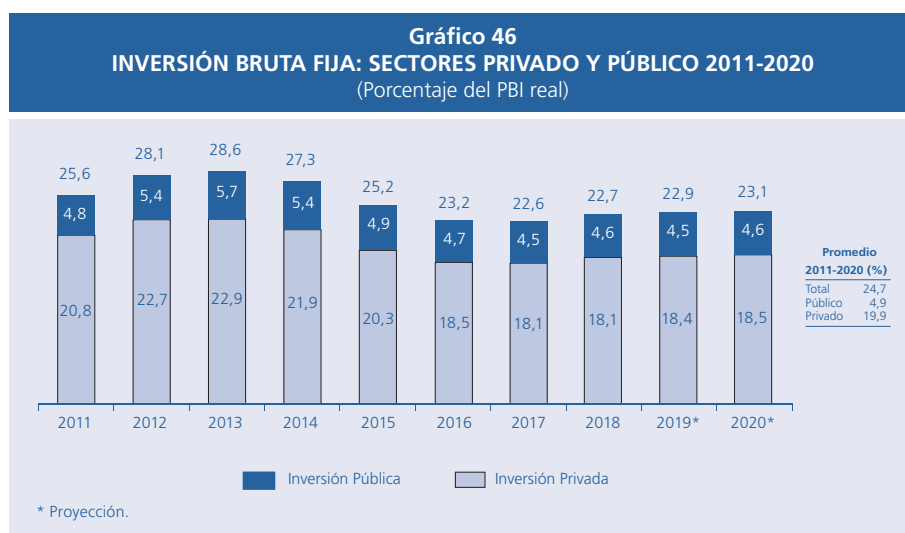
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.



29. Considerando la revisión a la baja en el crecimiento del PBI, se espera que la brecha del producto (margen porcentual entre el nivel del PBI y su potencial) experimente en el horizonte de proyección una reducción más gradual que lo proyectado en el Reporte previo. Esta estimación incorpora un crecimiento del PBI potencial de 3,5 por ciento para 2019 y 2020.



30. Con la proyección del actual Reporte de Inflación, la inversión bruta fija, en porcentaje del PBI real, alcanzará el 22,9 por ciento del producto en 2019, ratio mayor al alcanzado en 2018, para luego ascender a 23,1 por ciento en 2020, en razón a la recuperación de la inversión pública y privada respecto al año previo.



31. En 2019 la inversión bruta interna aumentará en 0,1 punto porcentual del producto, en razón al avance de la inversión privada y a pesar de la reducción en el ratio de inversión pública sobre PBI. Con ello, el requerimiento de financiamiento aumentará respecto a 2018 en 0,3 puntos porcentuales, ubicándose en 1,9 por ciento del PBI. La progresiva recuperación proyectada para la inversión privada en 2020 requerirá un incremento adicional del financiamiento externo en dicho año (0,2 puntos porcentuales del PBI).

**Cuadro 20**  
**BRECHAS AHORRO-INVERSIÓN**  
(% del PBI nominal)

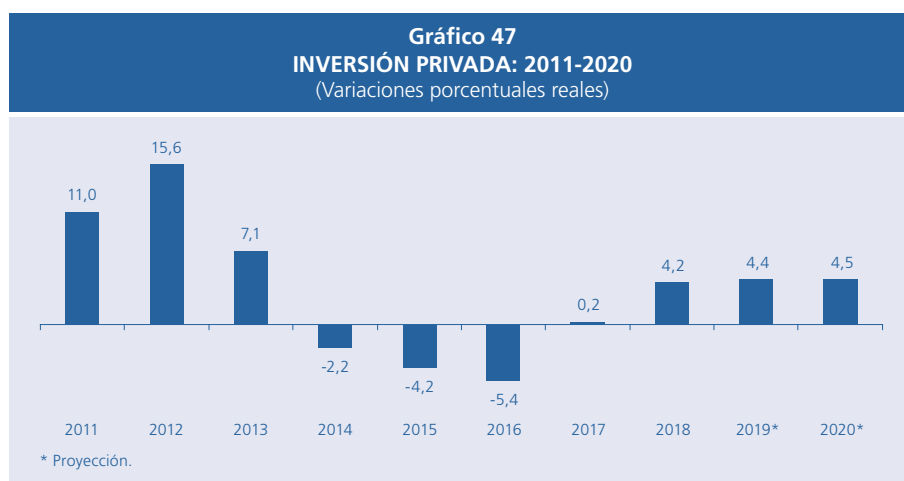
	2018	2019*			2020*	
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
1 Inversión Bruta Interna <sup>1/</sup>	21,5	20,7	21,4	21,6	21,7	21,8
2 Ahorro Interno	19,9	18,2	19,8	19,7	19,8	19,7
<b>Brecha Externa (=2-1)</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>
1.1 Inversión Bruta Interna Privada <sup>1/</sup>	16,6	17,2	16,7	16,9	17,0	17,1
1.2 Ahorro Privado	17,3	11,8	17,1	17,0	17,2	17,0
<b>Brecha Privada (=1.2-1.1)</b>	<b>0,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
2.1 Inversión Pública	4,8	3,5	4,7	4,7	4,7	4,7
2.2 Ahorro Público	2,5	6,4	2,6	2,7	2,6	2,7
<b>Brecha Pública (=2.2-2.1)</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>

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





32. La revisión del crecimiento de la inversión privada de 3,8 a 4,4 por ciento para 2019 está fundamentada en que la inversión no minera experimentó un resultado más alto a lo esperado en el Reporte previo. Esta proyección incorpora una recuperación gradual de la confianza empresarial a lo largo del horizonte de proyección, lo que asume un entorno de estabilidad política y social, con lo que en 2020 la inversión ascendería en 4,5 por ciento.



33. Los principales **anuncios de proyectos de inversión privada** para el periodo 2019-2020 alcanzan US\$ 18,6 mil millones, distribuidos en una muestra de 149 proyectos. Entre los sectores que atraerían mayor inversión privada se encuentran minería e infraestructura.

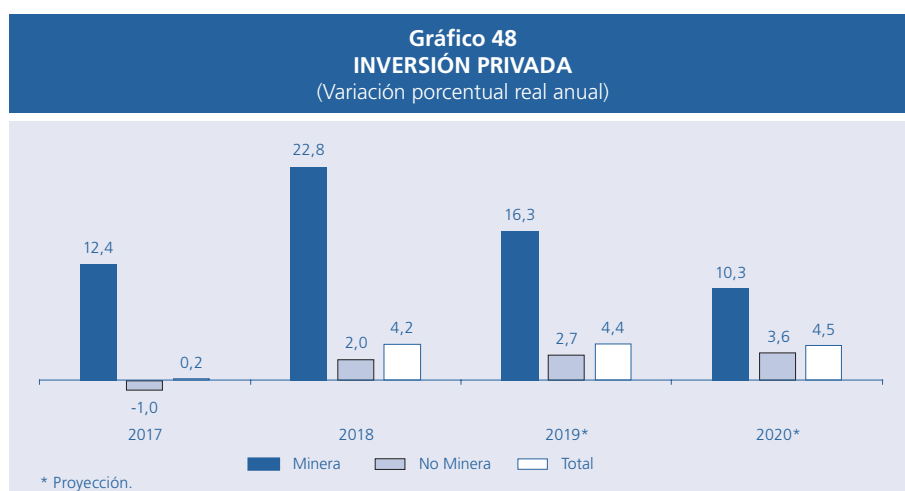
**Cuadro 21**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020**  
(Miles de millones de US\$)

	Total inversión		Número de proyectos	
	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
Minería	9,7	9,6	33	32
Hidrocarburos	1,3	1,3	16	15
Energía	1,0	0,8	10	10
Industria	0,4	0,5	8	10
Infraestructura	3,8	3,0	23	22
Otros sectores	3,4	3,5	58	60
<b>Total</b>	<b>19,5</b>	<b>18,6</b>	<b>148</b>	<b>149</b>

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

34. En el **sector minero**, se espera que la inversión continúe creciendo. La construcción de proyectos como Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones), Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$1,3 mil millones) impulsarían el sector en los próximos años y en menor escala, proyectos actualmente en construcción, como Quecher Main (US\$ 0,3 mil millones) y Relaves B2 San Rafael (US\$ 0,2 mil millones) contribuirían a este crecimiento. Cabe señalar que, estos dos últimos entrarían en la fase productiva a fines del presente año.

Según el Ministerio de Energía y Minas la inversión minera alcanzó US\$ 3,0 mil millones en el periodo enero-julio, lo que representa un crecimiento de 24,5 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior.



35. En **infraestructura**, se espera un mayor impulso en 2020, destacando la Línea 2 del Metro de Lima, ante la mayor entrega de predios, lo que permitiría culminar la etapa 1A del proyecto y ejecutar la etapa 1B, que presenta avances en las estaciones Circunvalación y San Juan de Dios. Por otro lado, la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez iniciaría el movimiento de tierras en el cuarto trimestre de 2019 como parte del cronograma de ejecución de obras.

En otros sectores, como inmobiliario y servicios, se vienen desarrollando proyectos de nuevos edificios de vivienda y oficinas, así como hoteles y centros educativos.



**Cuadro 22**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020**

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

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

36. Para el periodo 2019-2020 Proinversión reporta una cartera de US\$ 7,1 mil millones. Para 2019 estima adjudicar US\$ 2,1 mil millones en proyectos. En el mes de abril el consorcio Fypasa Construcciones S.A. de C.V y Operadora de Ecosistemas S.A. de C.V., empresas peruano mexicanas se adjudicaron la buena pro para la concesión del proyecto Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales de la Cuenca del Lago Titicaca. Las obras iniciarían en 2020 y concluirían en 2022 y 2023.



**Cuadro 23**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2018 - 2020**  
(Millones de US\$)

	<b>Inversión estimada</b>
<b>A. Adjudicados</b>	<b>3 559</b>
Proyecto minero Michiquillay (2018)	2 500
Instalación de banda ancha para Áncash, Arequipa, Huánuco, La Libertad, Pasco y San Martín (2018)	560
Sistema de tratamiento de aguas residuales de la cuenca del Lago Titicaca (2019)	270
Terminal portuario de Salaverry (2018)	229
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>7 082</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
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	227
Mejoramiento de los servicios turísticos en el parque arqueológico Choquequirao, regiones Apurímac y Cusco	221
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	200
Hospital Cayetano Heredia	186
Enlace 500 Kv La Niña - Piura, enlace 220 Kv Pariñas - Nueva Tumbes, enlace 220 Kv Tingo María - Aguaytia, subestaciones, líneas y ampliaciones asociadas.	144
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	130
Nuevo hospital militar central	116
Línea de transmisión 500 kV subestación Piura Nueva - Frontera	112
Modernización empresa regional de electricidad Electronoroeste	105
Colegios en riesgo: Ate - San Juan de Lurigancho	85
Colegios en riesgo: Lima Metropolitana	80
Otros	600

Fuente: Proinversión.

37. Se revisa la proyección de crecimiento de la **inversión pública** de 1,0 a 0,5 por ciento para 2019 por el menor avance de obras respecto a lo esperado. El modesto crecimiento de 2019 se sustentará en los gastos incurridos en la refinería de Talara y en los proyectos vinculados a la reconstrucción del norte, en un contexto de menor ejecución de la inversión pública por el cambio de autoridades de los gobiernos





subnacionales. En 2020, se espera que la inversión pública se recupere en 5,0 por ciento.



**Recuadro 2**  
**LA LEY DE PROMOCIÓN DEL SECTOR AGRARIO Y SU RELACIÓN CON EL INGRESO DE LOS TRABAJADORES**

La Ley de Promoción del Sector Agrario (LPA) de octubre de 2000<sup>1</sup> (Ley N° 27360) está dirigida a las personas naturales o jurídicas que desarrollen cultivos o crianzas, con excepción de la industria forestal; y las personas naturales o jurídicas que realicen actividad agroindustrial, siempre que utilicen productos agropecuarios locales. Se excluyó a las actividades agroindustriales relacionadas con trigo, tabaco, semillas oleaginosas, aceites y cerveza. Se permitió, además, que el régimen laboral sea de plazo determinado. Los principales beneficios de las unidades económicas bajo este marco normativo incluyeron el impuesto a la renta de tercera categoría de 15 por ciento, depreciación acelerada de 20 por ciento, recuperación anticipada del IGV, y aporte a la seguridad social de 4 por ciento.

El 19 de setiembre de 2019, el Congreso de la República extendió la vigencia de la Ley de Promoción del Sector Agrario del 31 de diciembre de 2021 al 31 de diciembre de 2031 y modificó las condiciones de su régimen laboral<sup>2</sup>. Los principales cambios introducidos son:

- a) Incremento de la remuneración mínima diaria (que incluye gratificaciones y la compensación por tiempo de servicios) de S/ 36,29 a S/ 39,19;
- b) Incremento del número de vacaciones de 15 días a 30 días por año;
- c) Incremento del aporte de la empresa a la seguridad social de 4 por ciento a 6 por ciento de la remuneración en el mes por cada trabajador;
- d) Extensión de la vigencia de los beneficios para los sectores acuícola y de plantaciones forestales.

Los datos para la estimación de los efectos de la LPA sobre los ingresos laborales provienen de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) entre 1998 y 2017. La muestra corresponde a los trabajadores que están potencialmente expuestos a los beneficios de la LPA, los cuales están identificados dentro de la clasificación industrial y en las clases indicadas anteriormente. Según la ENAH, el número de trabajadores bajo la influencia de la LPA entre 1998 y 2017 es en promedio 2,6 millones cada año. La mayor proporción de estos trabajadores está representada por la clase 0130 de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU), es decir, el cultivo de productos agrícolas en combinación con la cría de animales (explotación mixta). La clase industrial que sigue en importancia en la muestra es la clase 0113, que corresponde al cultivo de frutas, nueces, plantas cuyas hojas o frutas se utilizan para preparar bebidas y especias.

Una primera exploración de los datos sugiere que el ingreso promedio de los trabajadores comprendidos en el ámbito de la LPA ha seguido una tendencia creciente entre 1998 y 2017. Asimismo, la brecha del ingreso de los trabajadores formales e informales se ha ampliado de manera persistente en años recientes en comparación a la brecha observada a inicios de 2000. Es decir, los trabajadores formales han reportado ingresos cada vez mayores en comparación a trabajadores

1 Esta ley se introdujo inicialmente en noviembre de 1996 y se reforzó significativamente en 2000.

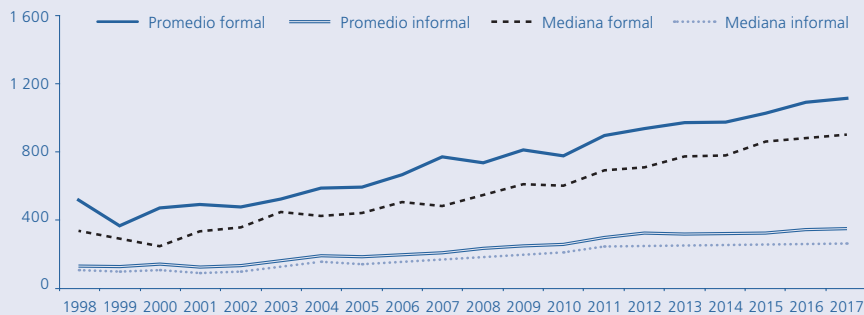
2 A la fecha este proyecto de ley aprobado por el Congreso está pendiente de promulgación.





similares del sector informal<sup>3</sup>. Específicamente, en el horizonte comprendido entre 1998 y 2017, el ingreso de los trabajadores formales bajo la LPA creció a una tasa promedio anual de 4,1 por ciento, por encima de la tasa de crecimiento promedio anual del PBI per cápita de 3,5 por ciento.

### INGRESO MENSUAL POR TRABAJO PRINCIPAL SEGÚN ALCANCE DE LPA (En soles)



Nota: La informalidad por ingresos corresponde a trabajadores con ingreso menor a RMV.  
Fuente: ENAHO 1998 - 2017.

A continuación se mide el efecto de la LPA sobre el ingreso de los trabajadores a partir de un estimador de doble diferencia (EDD). Este EDD corresponde a la diferencia de ingreso entre los trabajadores que están directamente expuestos a la LPA y los que no lo están. Se considera que el grupo de tratamiento está conformado por los trabajadores formales que se desempeñan en los sectores que se encuentran bajo el alcance de la LPA. Por otra parte, el grupo de control está conformado por los trabajadores informales de los mismos sectores. Debido a que la LPA fue modificada significativamente en octubre de 2000, se espera que los cambios en el ingreso del grupo tratamiento después de esta fecha podrían estar relacionadas con los efectos de la LPA. El indicador de ingreso que se utiliza corresponde al ingreso real por trabajo principal mensual (monetario y en especie) estimado de la ENAHO. Se distingue, además, entre efectos de corto plazo, que ocurren luego de 5 años de la modificación de la LPA (2000 - 2005), y los efectos de mediano plazo, que corresponden a los efectos de la LPA en el ingreso promedio entre 2000 y 2017.

Se encuentra que los trabajadores que se desempeñan en actividades formales por ingresos bajo el ámbito de la LPA tienen, en el mediano plazo, un ingreso promedio superior en 19,5 por ciento respecto a los trabajadores que laboran en el sector informal. Este efecto es de 37,8 por ciento si se considera a la informalidad por contribuciones sociales como criterio de participación en la LPA. Es relevante destacar que este efecto corresponde al mediano plazo, en otras palabras, recoge el incremento del ingreso promedio entre 2000 y 2017 respecto al ingreso promedio entre 1998 y 1999.

Además, este efecto es ligeramente mayor cuando se considera a la mediana del ingreso en lugar del promedio. En términos absolutos la ganancia de 20 por ciento de la LPA corresponde a

3 El salario promedio mensual de los trabajadores de las empresas agroexportadoras de la planilla electrónica fue de S/ 1 068 en el año 2017, y la trayectoria creciente de este salario se encuentra en línea con aquella del ingreso mensual reportado por la ENAHO.

S/ 142 mensuales. Cabe mencionar que el efecto de la LPA en el ingreso promedio es robusto a los distintos tamaños de submuestras provenientes de la muestra original. En otras palabras, el error estándar del efecto de la LPA sobre el ingreso promedio es pequeño.

**ESTIMACIÓN DE EFECTOS DE MEDIANO PLAZO DE LA LPA (2000-2017)**

	Con Ingreso (promedio)		Con Ingreso (mediana)	
	Formal	Informal	Formal	Informal
<b>Informalidad por ingresos</b>				
Ingreso 1998-1999	730	212	516	169
Ingreso 2000-2017	959	300	724	235
Estimador diferencias en diferencias en S/	142		143	
Estimador diferencias en diferencias en % de ingreso inicial formal	<b>19,5</b>		<b>27,7</b>	
<b>Informalidad por contribuciones sociales</b>				
Ingreso 1998-1999	668	347	537	320
Ingreso 2000-2017	1 058	486	881	456
Estimador diferencias en diferencias en S/	252		208	
Estimador diferencias en diferencias en % de ingreso inicial formal	<b>37,8</b>		<b>38,6</b>	

Nota: Ingreso en S/ de 2017.

En el corto plazo, la LPA tiene menores efectos sobre el ingreso que en el mediano plazo. Al considerar solo los efectos de corto plazo, es decir para el periodo 2000-2005, el ingreso promedio de los beneficiarios de la LPA es 4,9 por ciento superior respecto al ingreso previo a los cambios de la LPA (1998-1999). Este resultado insinúa que el efecto de la LPA en el ingreso promedio de los trabajadores es creciente en el tiempo y se manifiesta mayormente en el mediano plazo, lo cual es consistente con los gráficos del ingreso promedio que muestran que la brecha entre el ingreso promedio del sector formal e informal se ha venido incrementado entre 2000 y 2017. La conclusión de que el efecto de la LPA es menor en el corto plazo respecto al mediano plazo se mantiene si se considera la mediana del ingreso y la definición de informalidad por contribuciones sociales.

Cabe mencionar que el ingreso promedio del sector formal no solo se habría favorecido por la promulgación de la LPA, sino también por el mayor acceso de los productos agrícolas a los mercados internacionales a través de los tratados de libre comercio, la mayor diversificación de la oferta exportable, la gestión y cumplimiento de los protocolos fitosanitarios, las mejoras de la infraestructura de riego, la ampliación de la frontera agrícola, entre otros.

Finalmente, es importante resaltar el efecto de la LPA en la mayor formalización de la fuerza laboral, en especial aquella provista por la mujer. Entre los años 2000 y 2017, la tasa promedio anual de la informalidad laboral de los trabajadores hombres expuestos a la LPA disminuyó 5,5 puntos porcentuales con respecto a la tasa promedio observada en la etapa anterior a los cambios de la LPA (1998-1999). En cambio, en el caso de las trabajadoras mujeres, la tasa promedio anual de la informalidad laboral cayó 12,2 puntos porcentuales entre los mismos intervalos de tiempo.





### Recuadro 3 ENCUESTA DE OPINIÓN SOBRE EL SECTOR AGROEXPORTADOR NO TRADICIONAL

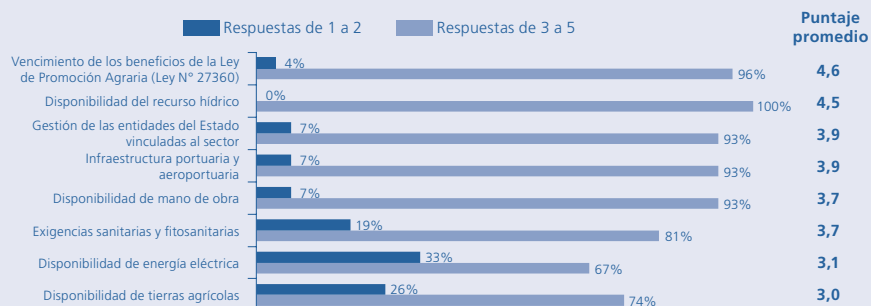
El sector agroexportador no tradicional ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años. Entre 2000 y 2018 las exportaciones de este sector crecieron a una tasa promedio de 16 por ciento anual. Así, Perú pasó de exportar US\$ 394 millones en el año 2000 a US\$ 5 913 millones en 2018, lo que representa actualmente el 45 por ciento de nuestras exportaciones no tradicionales frente al 19 por ciento en el año 2000. El Perú, como resultado de este crecimiento, se ha posicionado en los primeros lugares a nivel mundial en la exportación de productos agrícolas, por ejemplo, ocupa el segundo lugar en exportaciones de arándanos y espárragos, tercer lugar en paltas, quinto lugar en mangos frescos y sexto lugar en uvas, entre otros productos.

Algunos factores que fueron importantes para el crecimiento del sector en los últimos años son el crecimiento de las áreas agrícolas por obras de irrigación, la ampliación de la infraestructura pública (carreteras y puertos), la firma de tratados comerciales, el rol que tuvo el Servicio Nacional de Sanidad Agraria (SENASA) al acompañar el ingreso a nuevos mercados, y las ventajas comparativas del país en cuanto a climas que impactan positivamente en la productividad agrícola. Estas condiciones fueron complementadas por la Ley de Promoción Agraria que introdujo, entre otros, elementos de flexibilización laboral que contribuyeron a otorgarle un importante dinamismo a la inversión privada en el sector.

Por la importancia de este sector el BCRP realizó una encuesta con la finalidad de obtener información con respecto a las limitaciones que eventualmente enfrentaría el sector agroexportador para seguir creciendo en los próximos años, así como identificar cuáles serían los productos con una mayor perspectiva de crecimiento en los años venideros. La encuesta estuvo dirigida a ejecutivos de empresas agroexportadoras, así como a gremios vinculados al sector.

Los resultados del sondeo, realizado en agosto de 2019, mostraron que la principal limitación para el crecimiento del sector agroexportador sería, de acuerdo a los encuestados, el vencimiento de la Ley de Promoción Agraria en el año 2021. Los encuestados transmitieron un sentido de urgencia por la ampliación de la vigencia de la Ley de Promoción Agraria. También se destacaron otras limitaciones para el crecimiento del sector, como la disponibilidad del recurso hídrico, la gestión del Estado y la escasez de una adecuada infraestructura.

#### PRINCIPALES LIMITACIONES PARA EL CRECIMIENTO DEL SECTOR AGRO EXPORTADOR DESDE 1 (NO ES PROBLEMA) HASTA 5 (GRAVE PROBLEMA)

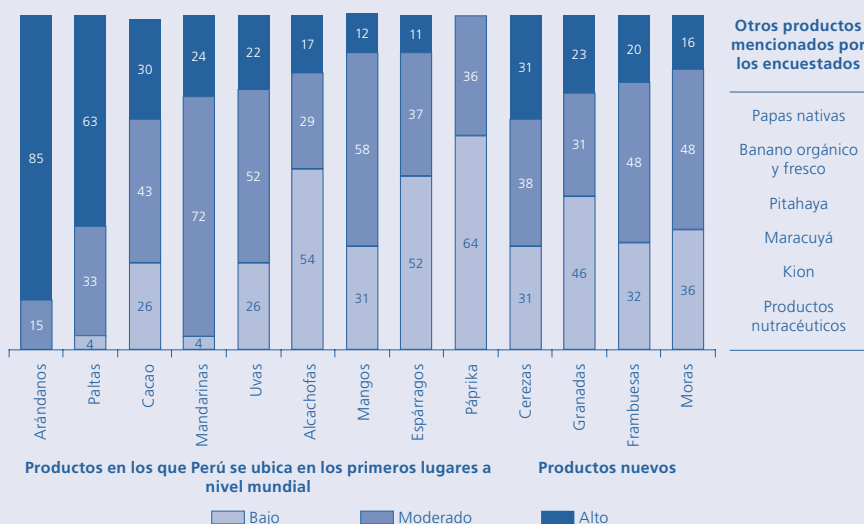


La encuesta, asimismo, recogió la percepción general sobre distintos organismos vinculados al sector, cuya gestión representa la tercera mayor limitación apuntada por los encuestados. El Servicio Nacional de Sanidad Agraria (SENASA) y la Autoridad Nacional del Agua (ANA) – y su contraparte local, la Autoridad Local del Agua- fueron las instituciones mejor calificadas, en tanto que los organismos con una menor calificación fueron los Centros de Innovación Productiva y Transferencia Tecnológica (CITE) y el Instituto Nacional de Innovación Agraria (INIA).

Si bien el SENASA es el organismo vinculado al sector mejor calificado por los encuestados, se menciona que existen oportunidades de mejora para la institución. Así, el 85 por ciento de encuestados piensa que se debe dotar de más presupuesto a la entidad para incrementar el número de inspectores, días laborables y misiones al exterior. En esa misma línea, cerca del 80 por ciento de la muestra cree que el SENASA debería constituirse como un organismo autónomo y hubo coincidencia en recomendar la extensión de la supervisión a cultivos orientados al mercado interno.

En cuanto a las perspectivas recogidas, los encuestados perciben mayoritariamente que existe un margen moderado o alto de crecimiento en casi todos los productos que el Perú actualmente exporta, con énfasis en arándanos y paltas, y de los productos nuevos (cerezas, granadas, frambuesas y moras).

**PERSPECTIVA SOBRE EL CRECIMIENTO DE LOS SIGUIENTES PRODUCTOS**  
(En porcentaje)



Según los encuestados, las regiones más atractivas para expandir operaciones dentro del país son Arequipa, La Libertad y Piura, principalmente por su clima. En tanto que las razones principales para invertir en el exterior son la posibilidad de extender la ventana comercial y las mejores regulaciones institucionales fuera de Perú.

La encuesta recogió también la opinión sobre las obras de infraestructura de mayor impacto productivo que actualmente deberían priorizarse. Destacaron los proyectos Chavimochic





III y Majes-Siguas II, obras actualmente paralizadas. Otras obras de relevancia señaladas fueron el afianzamiento hídrico en los valles de Ica y Huancavelica, las carreteras Pisco-Ica e Ica-Arequipa, la autopista Arequipa-La Joya, y el puerto de Salaverry, entre otras.

En particular, Chavimochic III en La Libertad beneficiaría a 63 mil hectáreas nuevas con una inversión estimada de US\$ 715 millones, en tanto que Majes-Siguas II en Arequipa beneficiaría a 38,5 mil hectáreas con una inversión estimada de US\$ 1 520 millones. Estos proyectos han sido otorgados en concesión por los respectivos gobiernos regionales. Actualmente se encuentran paralizados, y forman parte de la lista de proyectos priorizados en el Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad, publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas en julio de 2019.

La entrada en operación de Majes Siguas II y de Chavimochic III tendría un impacto sumamente importante en la economía del país en términos, por ejemplo, de exportaciones, mayor demanda de servicios conexos, empleo formal y recaudación. Si se asume un nivel de utilización equivalente al 75 por ciento de las nuevas hectáreas que se verían beneficiadas por estos dos proyectos, la frontera agrícola orientada a productos de exportación no tradicional se podría incrementar en 76 mil nuevas hectáreas de cultivos. Esto ampliaría la frontera agrícola actual (estimada en 457 mil hectáreas) en alrededor de 17 por ciento. El impacto de esta mayor disponibilidad de tierras se traduciría en mayores exportaciones. En un escenario en el que esta ampliación se dirige a cultivos como uva, palta y arándanos, las exportaciones aumentarían en alrededor de US\$ 3,3 mil millones anuales, asumiendo los precios actuales. Esto es aproximadamente 60 por ciento de las actuales exportaciones agrícolas no tradicionales.

#### PROYECTO CHAVIMOCHIC III

Principales componentes del proyecto*	Descripción	Plazo	Inversión (Millones US\$) 1/	Estado
I. Presa Palo Redondo	Posee una altura de 97 m., con un volumen útil de 366 millones de pies cúbicos.	4 años	347	Paralizado
II. Tercera Línea de Sifón	Ubicado en el cruce del Río Virú, cuenta con una longitud de 3 501 m.	16 meses	24	No iniciado
III. Canales Moche – Chicama – Pampas de Urricape	Longitud de 128 Km. Incluye 3 túneles y 4 puentes en cruce con la carretera Panamericana. En carretera Otuzco, 146 tomas de agua para entrega con medición y control para las tres etapas del proyecto más 13 Km. de conducción a las Pampas de Urricape, provincia de Pacasmayo.	28 meses	259	No iniciado
IV. Sistema de Control, medición y Automatización. Etapas I, II y III	Centro de comando de información del proyecto (caudales, presiones, niveles, calidad de agua, entre otros). Sistema enfocado al control adecuado del recurso hídrico desde el canal madre hasta el nivel de las tomas de los usuarios.	18 meses	37	No iniciado

\* Concesionario: Consorcio Río Santa - Chavimochic (Integrado por Odebrecht y GyM).

1/ No incluye gastos adicionales de supervisión, estructura financiera, intereses constructivos, Fondo de Promoción de la Inversión Privada en las Obras Públicas de Infraestructura y de Servicios Públicos (FONCEPRI) y otros gastos reembolsables por un monto total de US\$ 48 millones.

Fuente: Proyecto Especial Chavimochic.



PROYECTO MAJES-SIGUAS II				
Componente del proyecto	Descripción	Plazo	Inversión (Millones US\$)	Estado
I. Sistema hidráulico Angostura – Colca*	Principales obras: Represa Angostura (1 140 millones de metros cúbicos), túnel de la derivación Pucará – Colca (7 km), un Túnel Trasandino (11 km) y el suministro de energía eléctrica subestación Callalli (23 kV).	Construcción: 3 años Operación y mantenimiento: 16 años, luego de la puesta en marcha.	282	Paralizado
II. Sistema hidráulico de derivación Lluclla - Sigwas y distribución en Pampa de Sigwas*	Principales obras: Bocatoma de Lluclla – Desarenador (23 metros cúbicos por segundo), conducción túnel – Canal Pampa Sigwas (16 km), el Canal Madre (14 km), entre otros.	Construcción: 3 años Operación y mantenimiento: 16 años, luego de la puesta en marcha.	268	A la espera de decisión sobre el componente tecnológico y cierre financiero.
III. Componente hidroenergético**	Consta de dos centrales de generación: Lluclla (potencia de 269 MW) y Lluta (potencia de 157 MW)	Construcción: 3 años Operación y mantenimiento: 30 años.	970	No iniciado

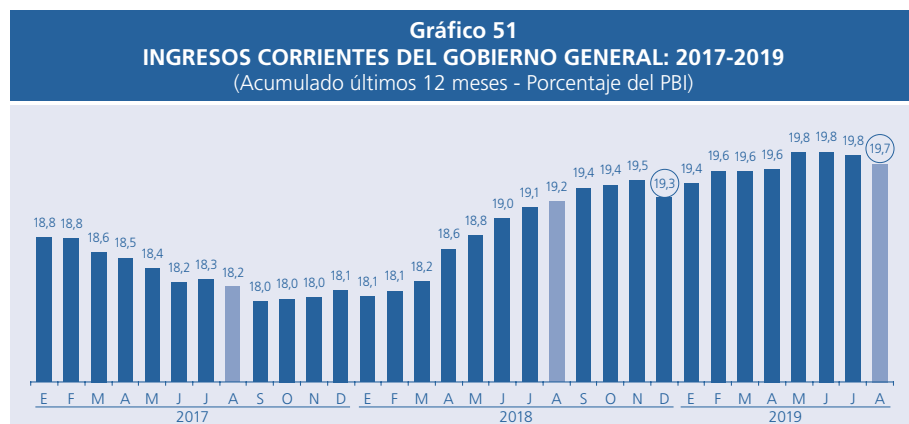
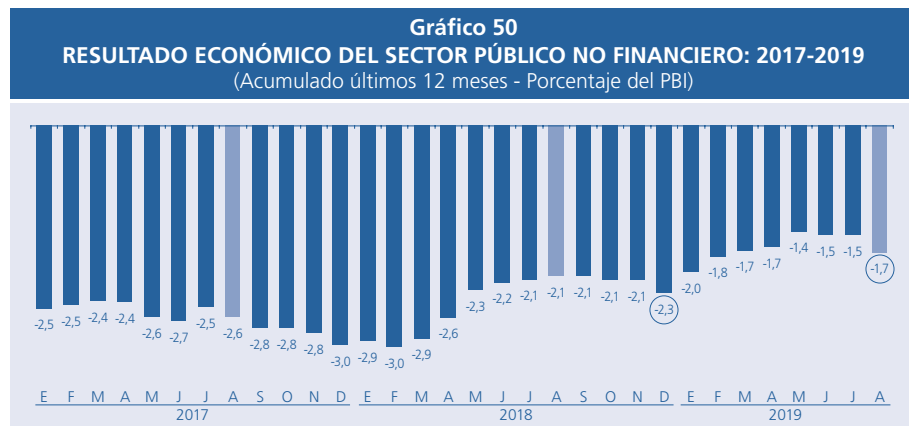
\* Concesionario: Concesionaria Angostura Sigwas S.A., originalmente conformado por Cobra S.A. y Cosapi S.A, que luego vendió su participación a Cobra.  
\*\* Concesionario: Luz del Sur S.A. (Contrato suscrito en 2018).

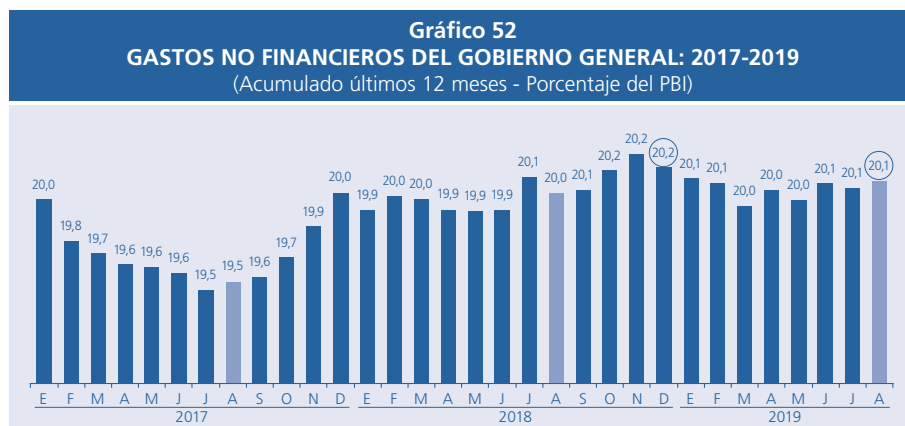




## IV. Finanzas públicas

38. En agosto de 2019, el déficit fiscal acumulado de los últimos doce meses se ubicó en 1,7 por ciento del PBI, luego de haber alcanzado 2,3 por ciento del PBI al finalizar el 2018. La reducción del déficit se debió al aumento de los ingresos corrientes, de 19,3 a 19,7 por ciento del PBI, y a la reducción del gasto no financiero del gobierno general en 0,1 puntos porcentuales, ubicándose en 20,1 por ciento del producto.





39. En el periodo enero-agosto de 2019, el resultado económico del sector público no financiero aumentó en S/ 3 742 millones, con respecto al mismo periodo del año anterior, por mayores ingresos corrientes (6,6 por ciento), parcialmente contrarrestado por mayores gastos no financieros (3,2 por ciento). El aumento de los ingresos corrientes es el resultado de mayores ingresos tributarios y no tributarios, destacando la mayor recaudación del IGTV (particularmente el interno) y del ISC (22,5 por ciento) por las mayores tasas vigentes desde mayo de 2018 y desde junio de 2019. Por otro lado, el incremento del gasto no financiero, se explica por mayores niveles del gasto corriente en 4,0 por ciento, atenuado por menores gastos en formación bruta de capital en 1,3 por ciento.

**Cuadro 24**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	Enero-Agosto		Var. %
	2018	2019	
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>96 595</b>	<b>103 011</b>	<b>6,6</b>
a. Impuesto a la renta	29 800	31 073	4,3
b. IGTV	39 838	41 724	4,7
c. ISC	4 380	5 364	22,5
d. Otros	22 578	24 851	10,1
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>-88 685</b>	<b>-91 549</b>	<b>3,2</b>
a. Corriente	-70 331	-73 152	4,0
b. Formación bruta de capital	-16 085	-15 879	-1,3
c. Otros gastos de capital	-2 269	-2 518	11,0
<b>3. Otros</b>	<b>-263</b>	<b>940</b>	
<b>4. Resultado Primario (=1+2+3)</b>	<b>7 648</b>	<b>12 402</b>	
<b>5. Intereses</b>	<b>-8 194</b>	<b>-9 207</b>	<b>12,4</b>
<b>6. Resultado Económico (=4+5)</b>	<b>-547</b>	<b>3 195</b>	

40. En el periodo enero-agosto de 2019 el gasto por Reconstrucción con Cambios ascendió a S/ 2 169 millones, lo que representó un avance de 30 por ciento del





marco presupuestal anual. En lo referido al gasto en proyectos, se devengó S/ 1 356 millones, lo que significó un avance de 24 por ciento, destacando los proyectos ejecutados por los gobiernos locales (S/ 905 millones).

Por su parte, el gasto en los principales proyectos de infraestructura deportiva de los **Juegos Panamericanos** en el periodo enero-agosto de 2019 fue S/ 637 millones, monto mayor en S/ 287 millones al mismo periodo del año anterior, con lo que hasta agosto del presente año se ha devengado el 71 por ciento del Presupuesto Institucional Modificado (PIM). Por proyectos, los gastos más representativos fueron la mejora de la Villa Deportiva Nacional (VIDENA) y el parque Zonal Yahuar Huaca.

## Proyecciones

41. Para 2019 se ha ajustado ligeramente a la baja la proyección del déficit fiscal de 2,1 a 2,0 por ciento del PBI, con respecto al Reporte previo, debido a mayores ingresos observados en lo que va del año. Este nivel de déficit se mantendría en 2020, en línea con la recuperación esperada de la actividad económica y la inversión pública.

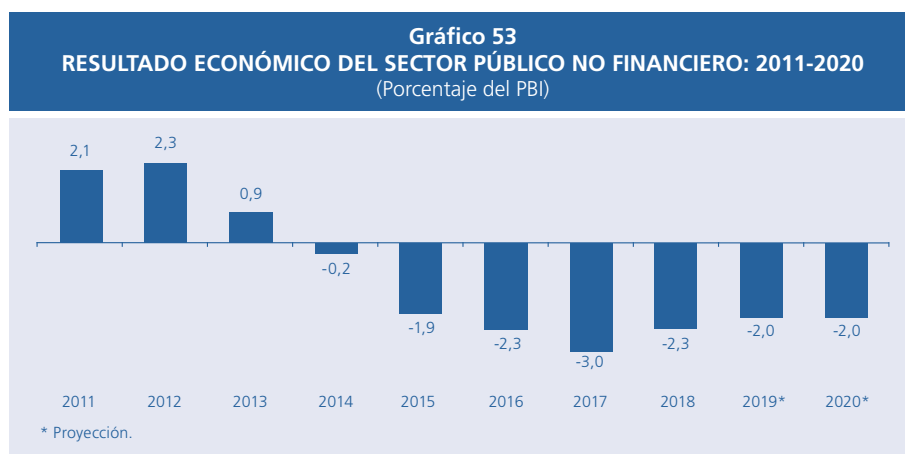
**Cuadro 25**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2018	2019*		2020*		
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>19,3</b>	<b>21,8</b>	<b>19,6</b>	<b>19,7</b>	<b>19,5</b>	<b>19,7</b>
<i>Variación % real</i>	11,2%	5,8%	4,6%	4,4%	3,3%	3,6%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>20,2</b>	<b>17,6</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>
<i>Variación % real</i>	5,3%	-0,2%	2,9%	2,6%	3,0%	3,1%
<i>Del cual:</i>						
<i>Gasto corriente</i>	15,3	14,2	15,5	15,6	15,4	15,4
<i>Variación % real</i>	4,5%	0,6%	4,6%	4,2%	2,7%	2,5%
<i>Formación bruta de capital</i>	4,3	3,0	4,1	4,1	4,1	4,2
<i>Variación % real</i>	10,6%	-1,0%	-1,0%	-1,6%	3,9%	4,9%
<b>3. Otros</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>
<i>Flujo de deuda bruta</i>	2,3	0,7	2,0	1,8	1,9	2,1
<i>Flujo de depósitos públicos</i>	0,0	-2,6	0,4	0,4	0,2	0,0
<i>Otros</i>	0,0	-1,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,1

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.



42. La revisión al alza de los ingresos corrientes (de 19,6 a 19,7 por ciento del PBI) para 2019 obedece a mayores ingresos no tributarios, de los que destaca las mayores transferencias de utilidades de empresas estatales. Para 2020 se estima que los ingresos corrientes pasen de 19,5 a 19,7 por ciento del PBI, con respecto al Reporte previo, por mayores ingresos tributarios (principalmente por el IGV que pasa de 8,3 a 8,4 por ciento del producto).

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

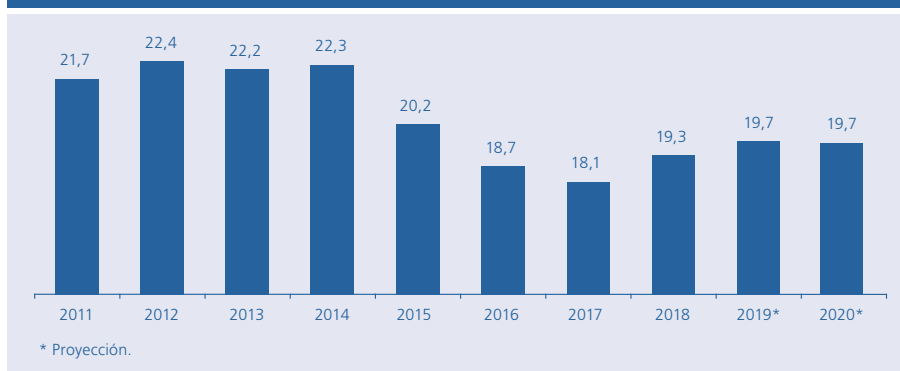
	2018	2019*			2020*	
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>14,5</b>	<b>16,1</b>	<b>14,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,7</b>	<b>14,8</b>
Impuesto a la Renta <sup>1/</sup>	5,6	6,9	5,6	5,6	5,5	5,5
Impuesto General a las Ventas	8,2	8,5	8,3	8,3	8,3	8,4
Impuesto Selectivo al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

Nota: La suma de los parciales podría no cuadrar exactamente con los totales debido al redondeo.  
1/ Incluye los ingresos por repatriación de capitales.  
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.





**Gráfico 54**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)



43. En 2019 el gasto no financiero se mantendría en 20,2 por ciento del PBI, con respecto al reporte previo, en línea con la evolución observada. Para el 2020 se espera un incremento del gasto no financiero de 20,0 a 20,1 puntos porcentuales del producto, primordialmente por los mayores niveles de inversión pública en proyectos asociados a la Reconstrucción con Cambios, por la construcción de la Línea 2 y Ramal Av. Faucett-Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao. Por parte de las empresas estatales se espera también una mayor inversión por el proyecto de Modernización de la Refinería de Talara (PMRT).

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

	2018	2019*		2020*		
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>15,3</b>	<b>14,2</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,4</b>	<b>15,4</b>
Gobierno Nacional	10,3	9,6	10,5	10,5	10,4	10,4
Gobiernos Regionales	3,4	3,2	3,4	3,5	3,3	3,3
Gobiernos Locales	1,6	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>
Gobierno Nacional	1,5	1,2	1,5	1,5	1,5	1,6
Gobiernos Regionales	0,9	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,9	1,3	1,8	1,8	1,9	1,8
<b>Otros</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,2</b>	<b>17,6</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>
Gobierno Nacional	12,3	11,2	12,5	12,5	12,4	12,5
Gobiernos Regionales	4,2	3,7	4,2	4,3	4,1	4,1
Gobiernos Locales	3,6	2,6	3,5	3,5	3,6	3,5

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Cuadro 28**  
**INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Millones de soles)

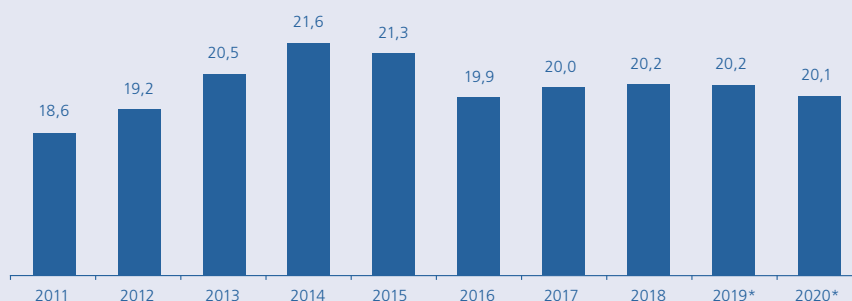
Principales proyectos	2018	2019*	2020*
Reconstrucción con Cambios <sup>1/</sup>	862	2 600	4 000
Juegos Panamericanos <sup>2/</sup>	920	900	-.-
Línea 2 del Metro de Lima	370	400	950
Refinería de Talara	1 900	2 330	2 430

1/ Sólo considera gasto de inversión.

2/ Sólo considera el gasto de inversión del gobierno nacional en los 9 principales proyectos de infraestructura deportiva.

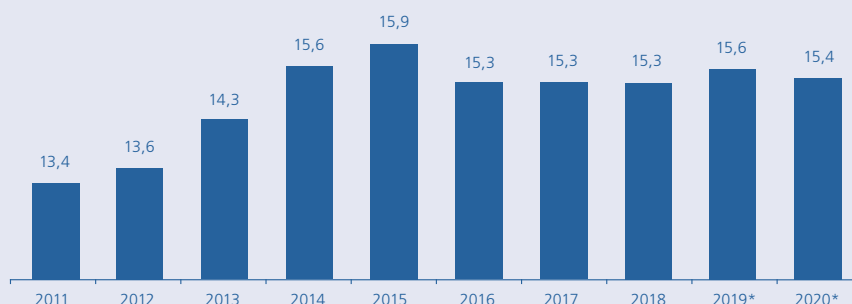
\* Proyección.

**Gráfico 55**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)



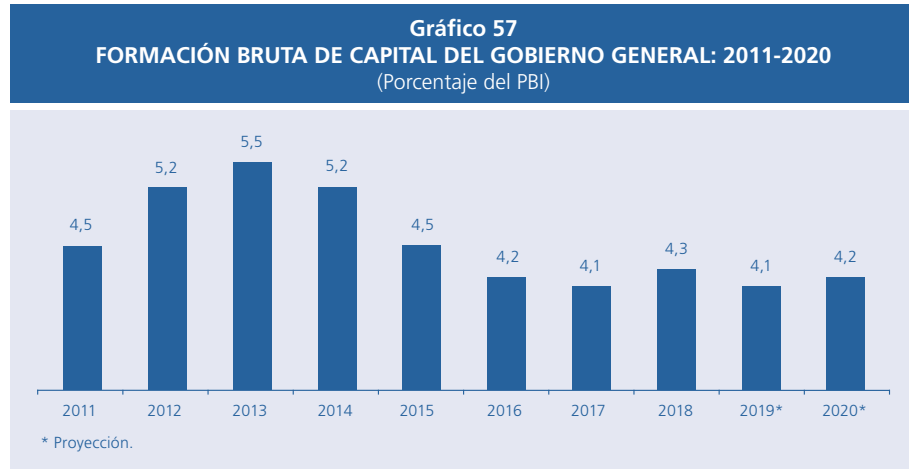
\* Proyección.

**Gráfico 56**  
**GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

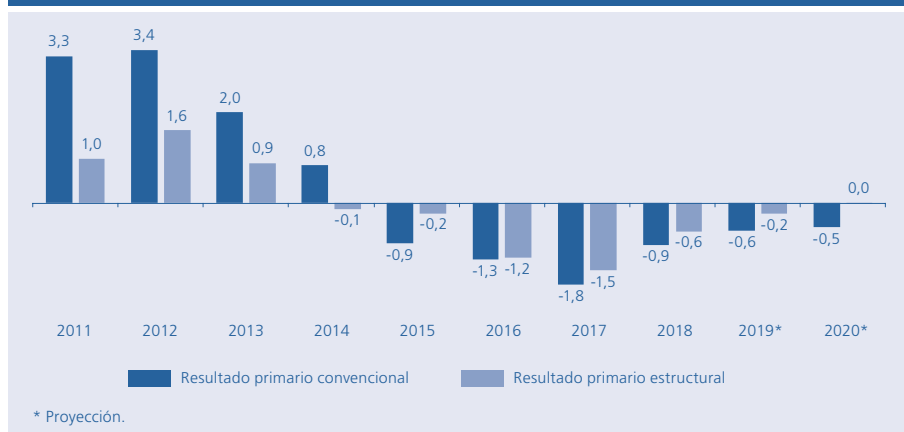




44. El Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha presentado al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2020. El total de usos de recursos de este proyecto asciende a S/. 177 368 millones (21,5 por ciento del PBI), monto que representa un incremento nominal de 5,5 por ciento respecto al presupuesto inicial del año 2019. El gasto no financiero del proyecto de Presupuesto asciende a S/. 163 196 millones, monto superior en 6,7 por ciento al contemplado en el presupuesto inicial del 2019. Por el monto involucrado, el proyecto de inversión pública más importante considerado en el presupuesto 2020 es la construcción de la Línea 2 y Ramal Av. Faucett-Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao.
45. El **resultado primario estructural** busca identificar el efecto de las decisiones de la política fiscal más allá de efectos de factores fuera de control gubernamental, como es el caso de los precios de exportación y su impacto en la recaudación del impuesto a la renta o el de la posición en el ciclo económico y su efecto en la recaudación tributaria. Este indicador se ubicaría en -0,2 por ciento del PBI potencial y sería nulo en 2020.
46. El **impulso fiscal ponderado** considera los efectos multiplicadores de los cambios en los componentes estructurales de los ingresos fiscales, gastos corrientes y gastos de capital, para obtener una medición que tome en cuenta la diferencia relativa de los impactos de estas tres variables sobre la actividad productiva. En el año 2019 se observaría una posición fiscal contractiva medida por el impulso fiscal ponderado (-0,3 por ciento del PBI). A este resultado contribuye el impacto del aumento de los ingresos del gobierno general (en -0,2 por ciento del PBI) así como el de la menor proyección de inversión pública (-0,3 por ciento del PBI) que son solo parcialmente compensadas con mayores gastos corrientes. Para el año 2020 se estima un impulso fiscal ponderado neutral.



**Gráfico 58**  
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO**  
**NO FINANCIERO: 2011-2020**  
 (Porcentaje del PBI y PBI potencial)



**Cuadro 29**  
**RESULTADO ESTRUCTURAL E IMPULSO FISCAL**  
 (Porcentaje del PBI potencial)

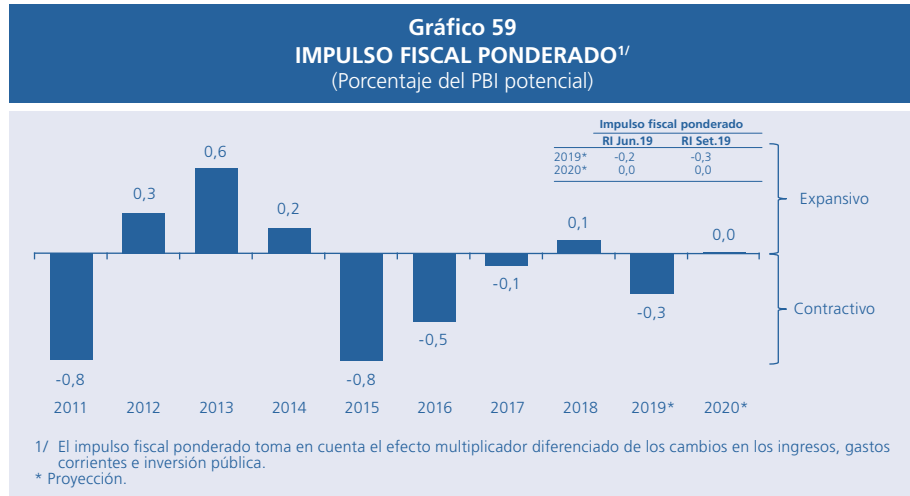
	2018	2019*	2020*
<b>I. Resultado Fiscal Convencional</b>			
1. Ingresos corrientes	19,1	19,4	19,5
2. Gastos no financieros	-20,0	-20,0	-20,0
i. Corriente	-15,2	-15,4	-15,3
ii. Capital	-4,9	-4,6	-4,7
3. Otros	0,0	0,0	-0,1
4. Resultado Primario Convencional	-0,9	-0,6	-0,5
<b>II. Resultado Fiscal Estructural</b>			
1. Ingresos corrientes	19,3	19,7	19,9
2. Gastos no financieros	-19,9	-19,9	-19,9
i. Corriente	-15,1	-15,3	-15,2
ii. Capital	-4,9	-4,6	-4,7
3. Otros	0,0	0,0	-0,1
4. Resultado Primario Estructural	-0,6	-0,2	0,0
<b>III. Impulso Fiscal sin ponderar <sup>1/</sup></b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>
5. Efecto neto de los multiplicadores <sup>2/</sup>	0,9	0,3	0,0
<b>IV. Impulso Fiscal Ponderado (IV = III + 5)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>

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

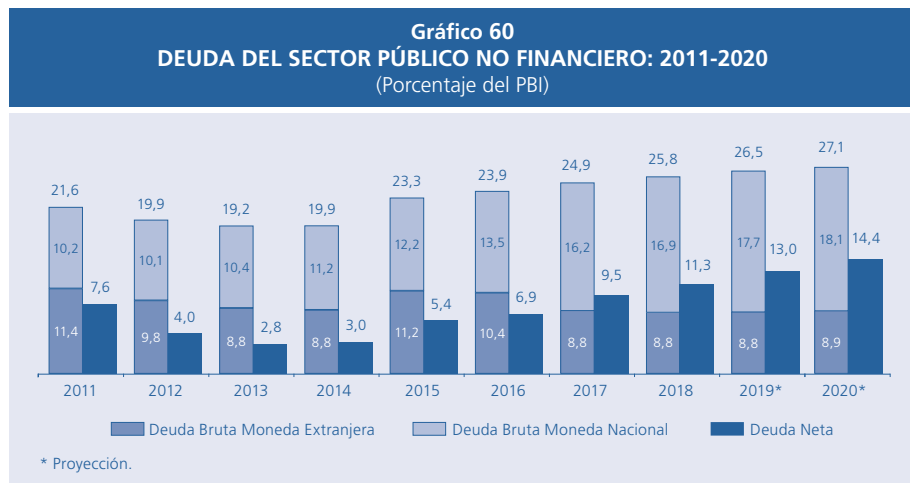
2/ Multiplicadores: Si brecha del PBI es negativa: ingresos -0,25, gastos corriente 0,93, gasto de capital 1,42. Si brecha del PBI es positiva: Ingresos 0, gasto corriente 0,28, capital 0,73.

\* Proyección.

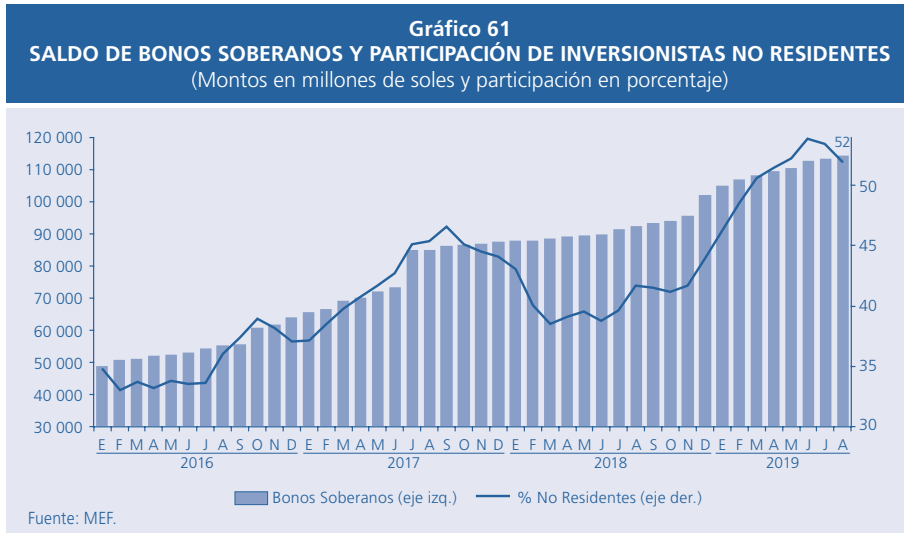




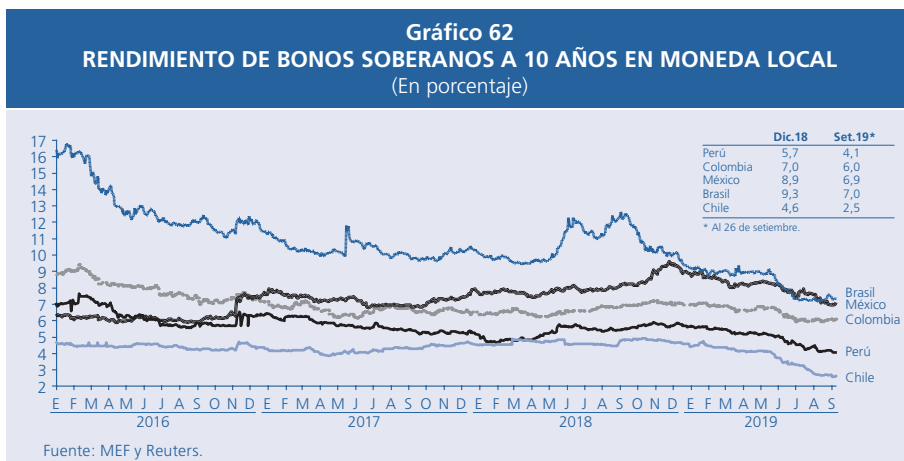
47. La **deuda pública neta de depósitos del sector público** pasaría de 11,3 por ciento del PBI en 2018 a 14,4 por ciento al final del horizonte de proyección. En términos brutos el adeudado aumentaría 1,3 puntos porcentuales del PBI a 27,1 por ciento en 2020, con respecto a 2018. Resalta la tendencia de la mayor participación de la deuda en moneda nacional en la composición de la deuda pública.



El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 114 208 millones a agosto de 2019, monto superior en S/ 1 672 millones al saldo registrado a fines del segundo trimestre del año. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes fue de 52 por ciento sobre el saldo de bonos, así sus tenencias se incrementaron de S/ 57 679 millones en mayo de 2019 a S/ 59 391 millones en agosto.



En el mercado de renta fija gubernamental, las tasas de interés en moneda local a 10 años en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú disminuyeron en promedio 45 puntos básicos, entre junio y setiembre de 2019. Los recortes en las tasas de política monetaria en Chile, México y Perú, junto a la flexibilización de las condiciones monetarias en Estados Unidos ha incentivado la demanda de bonos gubernamentales en América Latina. En el caso de Perú, la tasa de interés ha disminuido de 4,73 a 4,06 por ciento.



Con respecto al Reporte de junio se incrementa la proyección de Requerimiento de Financiamiento Bruto para 2019 por los mayores pagos de amortizaciones, parcialmente compensado por un menor nivel déficit fiscal proyectado. Las mayores





amortizaciones se deben principalmente a las operaciones de administración de deuda (OAD) de julio, de intercambio y/o recompra de bonos soberanos realizada por S/ 365 millones y de refinanciamiento de créditos con el Banco de la Nación por S/ 355 millones.

Se espera una reducción en el requerimiento de financiamiento para 2020 (S/ 19 345 millones) por un menor nivel de déficit fiscal y menores pagos de amortizaciones. El menor pago por amortizaciones en 2020 refleja el impacto de la OAD de julio de intercambio y/o recompra de bonos soberanos.

**Cuadro 30**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2018	2019*		2020*		
		I Sem.	RI Jun.19	RI Set.19	RI Jun.19	RI Set.19
<b>I. USOS</b>	<b>28 425</b>	<b>235</b>	<b>28 887</b>	<b>28 971</b>	<b>20 470</b>	<b>19 345</b>
1. Amortización	11 488	10 882	12 821	13 548	3 134	2 949
a. Externa	4 222	2 425	3 684	3 707	991	1 010
b. Interna	7 266	8 457	9 137	9 841	2 144	1 939
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	1 171	556	856	806	550	550
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	16 938	-10 647	16 065	15 423	17 336	16 396
<b>II. FUENTES</b>	<b>28 425</b>	<b>235</b>	<b>28 887</b>	<b>28 971</b>	<b>20 470</b>	<b>19 345</b>
1. Desembolsos y otros	25 630	20 083	31 914	29 378	18 352	18 456
a. Externas	5 896	1 936	4 627	4 256	6 067	6 171
b. Bonos	19 734	18 147	27 287	25 122	12 285	12 285
2. Variación de depósitos y otros <sup>1/</sup>	2 795	-19 848	-3 027	-407	2 118	889

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.  
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

## V. Política monetaria y condiciones financieras

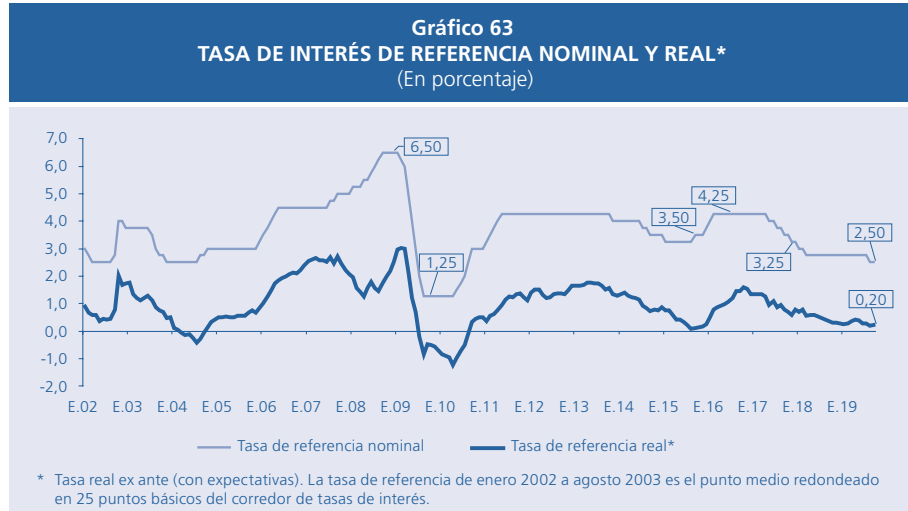
### Acciones de política monetaria

48. Entre julio y setiembre de 2019 las acciones de **política monetaria** del BCRP continuaron orientadas a mantener una posición expansiva, con el objetivo de garantizar que la inflación y sus expectativas se mantengan dentro del rango meta (1 a 3 por ciento), en un contexto en el que la actividad económica continuaría ubicándose por debajo de su nivel potencial, y en el que se observa una elevada volatilidad y mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

En esta coyuntura, el Directorio del BCRP redujo la **tasa de interés de referencia** de 2,75 a 2,50 por ciento en agosto, enfatizando en su comunicado que “esta decisión no implica necesariamente reducciones adicionales de la tasa de interés”. Asimismo, en el comunicado se reiteró que “el Directorio se encuentra atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, para evaluar de ser necesario ajustes a la posición de política monetaria”.

Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés real se ubicó alrededor de 0,2 por ciento en este periodo, por debajo de su nivel neutral estimado en 1,50 por ciento (ver recuadro sobre el particular). Esta posición expansiva de política monetaria es consistente con una tasa de inflación que 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 a lo esperado.





49. La decisión de mantener una posición expansiva de política monetaria tomó en cuenta los siguientes factores:
- i. Entre junio y agosto de 2019, la **tasa de inflación interanual y los indicadores de tendencia inflacionaria** se ubicaron dentro del rango meta. La tasa de inflación pasó de 2,29 por ciento en junio a 2,04 por ciento en agosto. La mayor desaceleración se registró en el crecimiento de precios de los rubros alimentos y energía (pasó de 2,28 a 1,85 por ciento), ante la menor variación de las tarifas eléctricas y de los precios de algunos alimentos como tomate y carne de pollo, ante un mayor abastecimiento.
  - ii. Las **expectativas de inflación** se ubicaron dentro del rango meta.
  - iii. Los **indicadores de la actividad económica** primaria muestran un desempeño negativo como consecuencia de choques transitorios de oferta, mientras que la actividad no primaria muestra signos de cierta recuperación. La inversión pública registró una menor ejecución en el periodo enero-agosto, comportamiento que se espera se revierta en lo que resta del año.
  - iv. Se mantienen los riesgos respecto a la **actividad económica mundial**, y en los últimos meses se observa una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales por las tensiones comerciales.

### **Operaciones Monetarias**

50. Las **operaciones del Banco Central** se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez. Para ello, frente a la expansión de la emisión primaria por la disminución de depósitos del sector público en el BCRP, como reflejo del pago de cupones de los BTPs de agosto, entre junio y agosto se esterilizó dicha liquidez principalmente

mediante la colocación de CDBCRP y el vencimiento de las operaciones Repo de Valores. Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 20 025 millones en junio a S/ 16 600 millones a fines de agosto de 2019.

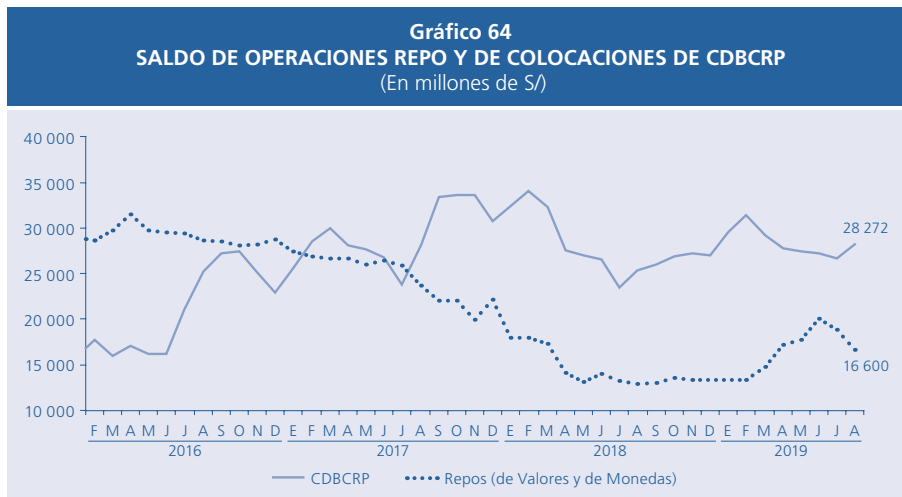
<b>Cuadro 31 SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP</b>						
	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.18	Jun.19	Ago.19	Dic.18	Jun.19	Ago.19
<b>Esterilización Monetaria</b>						
1. CDBCRP	27 061	27 265	28 272	2,70	2,74	2,64
2. Depósitos <i>overnight</i>	1 802	2 835	2 212	1,50	1,50	1,25
<b>Inyección Monetaria</b>						
3. Repos de Monedas	7 358	11 450	11 750	3,80	3,93	3,91
4. Repos de Valores	5 950	8 575	4 850	3,95	3,80	3,93
5. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 000	4 100	4 100	4,22	4,31	4,31

Como resultado de lo anterior, el saldo de las operaciones de reporte disminuyó a 6,7 por ciento de los activos netos del BCRP desde 8,4 por ciento en junio, mientras que el saldo de instrumentos de esterilización del BCRP pasó a 12,3 por ciento a fines de agosto 2019 desde 12,7 por ciento en junio. Por su parte, los depósitos del sector público disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP a 30,6 por ciento de 33,8 por ciento en junio 2019; manteniéndose como el pasivo más importante del BCRP.

<b>Cuadro 32 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP* (Como porcentaje de los Activos Netos)</b>			
	Dic.18	Jun.19	Ago.19
<b>I. Activos netos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Reservas Internacionales Netas</b>	<b>93,8%</b>	<b>91,6%</b>	<b>93,3%</b>
	(US\$ 60 121 mills.)	(US\$ 66 513 mills.)	(US\$ 68 269 mills.)
<b>Repos</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,7%</b>
<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>33,8%</b>	<b>30,6%</b>
En moneda nacional	18,5%	21,7%	18,8%
En moneda extranjera	12,8%	12,1%	11,9%
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>25,6%</b>	<b>28,4%</b>	<b>30,1%</b>
En moneda nacional	5,3%	4,8%	4,7%
En moneda extranjera	20,3%	23,6%	25,3%
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,3%</b>
CDBCRP	12,6%	11,5%	11,4%
Depósitos <i>overnight</i> y a plazo	0,8%	1,2%	0,9%
<b>4. Circulante</b>	<b>22,9%</b>	<b>19,3%</b>	<b>19,3%</b>
<b>5. Otros*</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,7%</b>

\* Incluye patrimonio y otras cuentas.





### Tasas de interés

51. La mayor flexibilidad en las condiciones monetarias permitió que las tasas de interés en moneda nacional disminuyan en línea con la reducción de la tasa de referencia el 8 de agosto. Así, mientras que la tasa interbancaria convergió rápidamente a su nuevo nivel de referencia de 2,50 por ciento, las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y 12 meses disminuyeron en promedio en 52 y 55 puntos básicos, respectivamente. En esa línea, en setiembre el diferencial de las tasas activas preferenciales corporativas a 3 meses con la tasa de referencia se ubicó en 112 puntos básicos, nivel mínimo observado desde agosto 2018. De forma similar, las tasas de depósitos y créditos descendieron en promedio en 52 y 45 puntos básicos, respectivamente. La expectativa del mercado de reducciones adicionales en la tasa de referencia en el 2019 y 2020, junto a la mayor disponibilidad de liquidez en las empresas bancarias producto de las operaciones de inyección del BCRP han explicado la tendencia reciente en las tasas de interés.

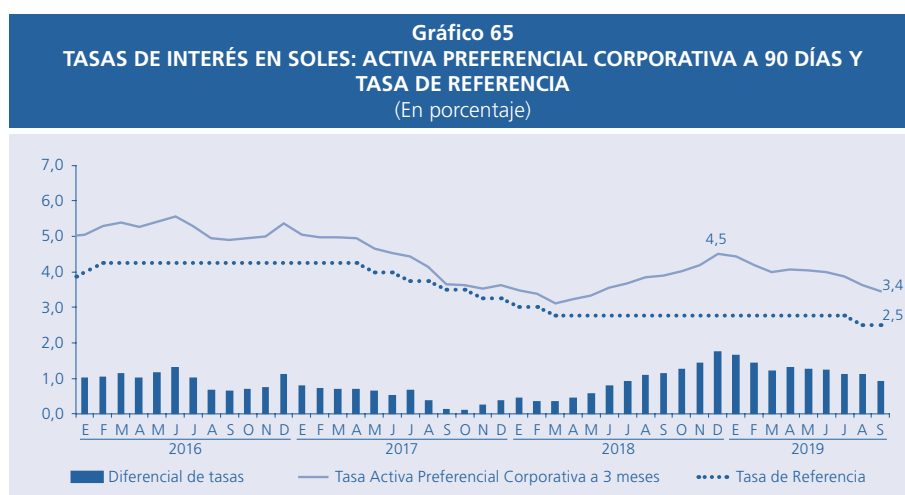
**Cuadro 33**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(En porcentaje)

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

\*Al 26 de setiembre.  
Fuente: SBS.



La tasa 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 2018 al nivel actual de 3,44 por ciento. Las operaciones de inyección de liquidez del BCRP, la mayor disponibilidad de activos líquidos y el incremento de otras fuentes de financiamiento de inversionistas institucionales en la banca explica la evolución observada.



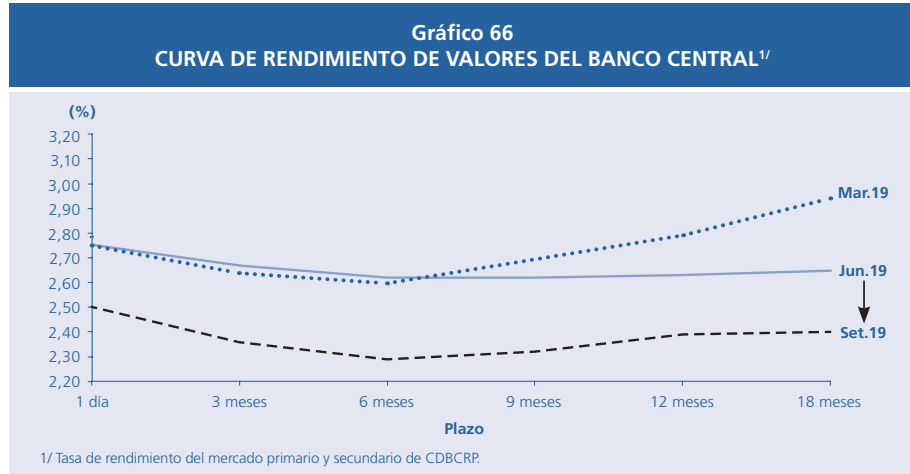
**Cuadro 34**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:**  
**TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA AL CIERRE DEL AÑO**

	31 de mar.	30 de jun.	31 de jul.	31 de ago.
<b>Sistema Financiero</b>				
2019	2,75	2,75	2,50	2,25
2020	3,00	2,75	2,50	2,25
2021	3,25	3,00	3,00	2,50
<b>Analistas Económicos</b>				
2019	2,75	2,75	2,50	2,25
2020	3,00	2,75	2,50	2,50
2021	3,25	3,00	3,00	2,50

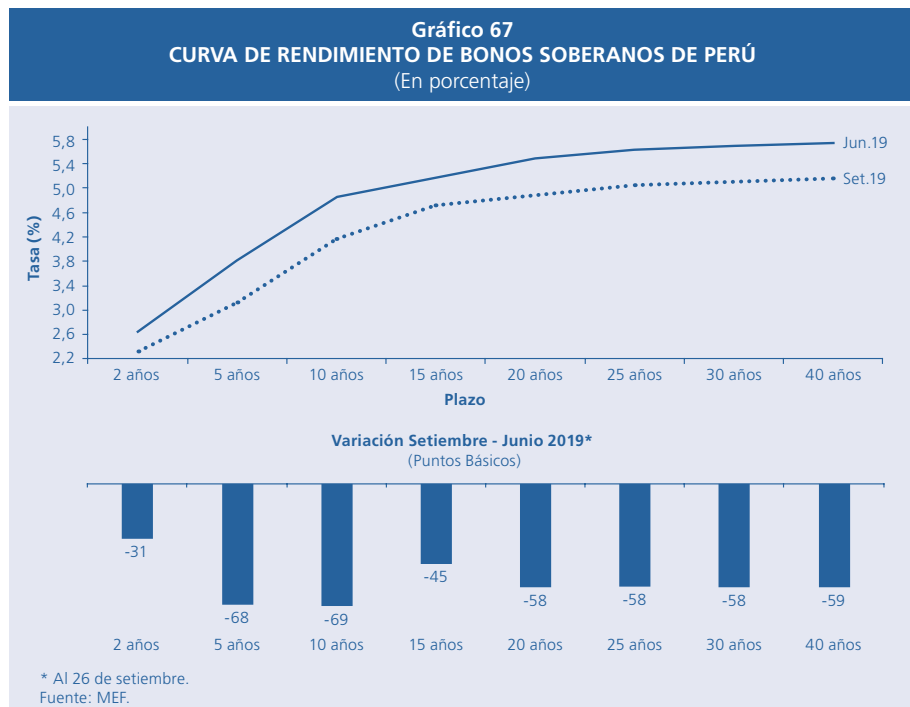
La encuesta se realizó en las fechas señaladas en los títulos.  
Fuente: BCRP.

**52. La curva de rendimiento de CDBCRP** a plazos entre 3 y 18 meses disminuyó en promedio 29 puntos básicos entre junio y setiembre de 2019, lo que estuvo asociado a la alta demanda de las empresas bancarias por valores de alta calidad y a la reducción en la tasa de interés de referencia. Cabe destacar que, la estructura temporal a plazos de valores del BCRP a plazos entre 6 y 12 meses presenta una forma invertida desde junio 2019, explicado por la expectativa de reducciones adicionales de la tasa de referencia y a los vencimientos de CDBCRP concentrados en dichos plazos.





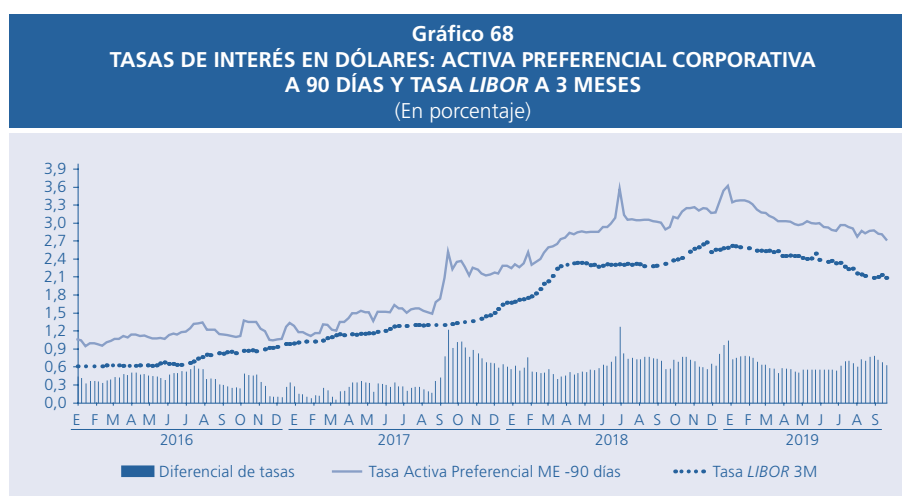
53. De manera similar, las tasas de interés de los bonos soberanos disminuyeron en promedio 56 puntos básicos en setiembre respecto al segundo trimestre de 2019; la búsqueda por retorno en los mercados financieros continua incentivando la demanda por activos de las economías emergentes con buenos fundamentos macroeconómicos. El contexto internacional de reducción de tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas favoreció el desempeño de los bonos peruanos en soles. Los inversionistas no residentes aumentaron las tenencias de bonos soberanos en S/ 13 248 millones entre diciembre 2018 y setiembre 2019. La tasa de rendimiento del bono al plazo de 10 años presentó en agosto niveles cercanos al mínimo histórico de 3,94 por ciento (19 de abril de 2013).



54. En el caso de las tasas de interés en dólares, éstas fueron influenciadas por la tendencia descendente en las tasas de interés del mercado monetario internacional. La reducción en 25 puntos básicos en la tasa de interés de la Reserva Federal en julio permitió que la tasa interbancaria *overnight* del mercado local disminuya de 2,50 a 2,00 por ciento entre junio y setiembre 2019. En el caso de las tasas de interés preferenciales activas y pasivas a plazos entre 1 y 6 meses, éstas disminuyeron en promedio 20 y 44 puntos básicos, respectivamente. De forma similar, las tasas cobradas por segmento crediticio descendieron en promedio 27 puntos básicos.

<b>Cuadro 35</b> <b>TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA</b> (En porcentaje)		Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	1,4	1,9	1,9	1,7	1,6
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,7	2,0	2,1	2,0	1,7
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,3	1,9	2,1	1,9	1,6
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	3,0	3,6	3,1	2,9	2,8
	Corporativos	3,7	4,0	3,7	3,6	3,1
	Grandes Empresas	5,4	5,5	5,4	5,6	5,4
	Medianas Empresas	7,3	6,9	7,4	6,8	7,2
	Pequeñas Empresas	9,9	9,9	10,1	9,9	8,0
	Consumo	34,8	36,1	35,4	35,2	35,8
	Hipotecario	6,1	6,1	6,3	5,9	5,8

\*Al 26 de setiembre.  
Fuente: SBS.



### Mercado cambiario

55. En el caso del **sol**, entre junio y setiembre de 2019 éste se depreció 1,7 por ciento, pasando de S/ 3,295 a S/ 3,352 por dólar. Con ello, la moneda local registra una



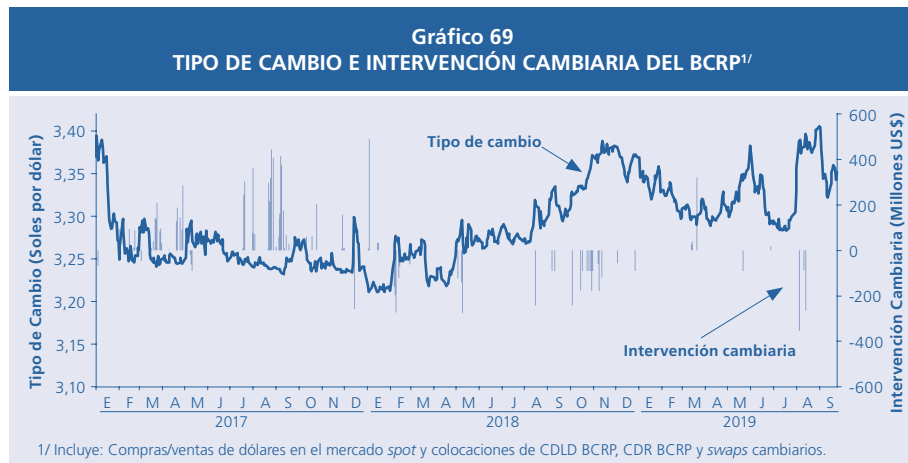


apreciación acumulada de 0,5 por ciento en lo que va del año. La volatilidad en los mercados financieros internacionales y la incertidumbre política local presionaron al alza en el tipo de cambio en el trimestre. En dicho contexto, el Banco Central intervino en el mercado cambiario a través de la colocación de *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 708 millones en agosto.

**Cuadro 36  
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP**

Días de negociación	Número de días de intervención					Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var.% anualizada)	
	Mercado <i>Spot</i>	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total ( <i>spot</i> y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			
				<i>Spot</i>	Instrumentos		
2016	250	50	119	134	20%	48%	7,3%
2017	249	55	23	63	22%	10%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	3,4%
2019*	184	4	4	8	2%	2%	4,2%

\* Al 25 de setiembre.



56. Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre enero y setiembre de 2019, la demanda neta de dólares del sector financiero (US\$ 1 525 millones) se compensó con la oferta del sector no financiero (US\$ 1 722 millones) y la intervención neta del BCRP en el mercado cambiario (US\$ 197 millones). Los inversionistas no residentes destacaron como demandantes en el mercado *spot* y ofertantes en el

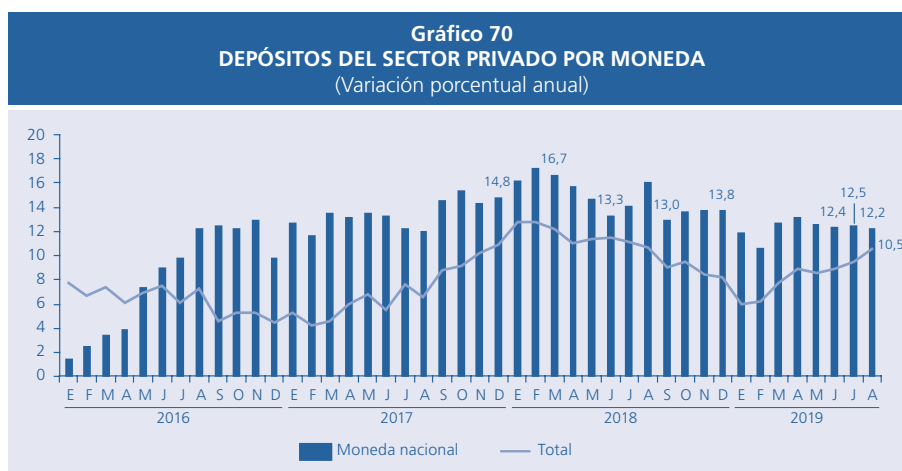
mercado de derivados, mientras las AFP fueron los principales demandantes de dólares en el mercado *spot*.

<b>Cuadro 37</b>			
<b>FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO*</b>			
<b>(Millones de US\$)</b>			
<b>Enero-Setiembre 2019</b>			
	<b>Spot</b>	<b>Derivados</b>	<b>Total</b>
<b>Sector Financiero (1)</b>	<b>-115</b>	<b>-1 646</b>	<b>-1 525</b>
1. AFP	-1 461	295	-1 166
2. No residentes	1 607	-1 941	-334
3. Entidades Financieras	-25	0	-25
<b>Intervención cambiaria del BCRP (2)</b>	<b>-405</b>	<b>208</b>	<b>-197</b>
<b>Sector no Financiero (3)</b>	<b>2 730</b>	<b>-1 008</b>	<b>1 722</b>
<b>Flujo Neto total (1) + (2) + (3)</b>	<b>2 210</b>	<b>-2 446</b>	<b>0</b>

\* Positivo (negativo) indica oferta (demanda).

## Liquidez

57. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 10,5 por ciento en agosto. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 12,2 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron en 7,8 por ciento, reflejando una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional, lo que estuvo en línea con la tendencia de apreciación del sol durante la mayor parte de 2019.





**Cuadro 38**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO<sup>1/</sup>**  
(Porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Ago.19
<b>Depósitos de personas</b>	<b>35,0</b>	<b>34,4</b>	<b>33,7</b>	<b>32,5</b>	<b>32,5</b>	<b>32,2</b>	<b>31,7</b>
Vista	48,5	50,3	47,9	46,3	45,3	47,5	46,2
Ahorro	38,5	38,3	36,9	35,5	35,7	35,4	34,4
Plazo	30,5	29,5	29,5	29,4	28,7	28,7	28,8
CTS	27,7	26,1	26,1	24,4	24,6	23,3	23,3
<b>Depósitos de empresas</b>	<b>49,3</b>	<b>50,1</b>	<b>48,7</b>	<b>47,2</b>	<b>46,1</b>	<b>48,1</b>	<b>46,9</b>
Vista	46,3	48,0	45,6	44,1	43,1	45,3	42,7
Ahorro	60,9	55,5	74,6	45,4	57,6	41,3	50,7
Plazo	57,9	57,5	56,8	63,9	57,2	59,9	61,3
<b>TOTAL</b>	<b>39,9</b>	<b>39,6</b>	<b>38,6</b>	<b>37,3</b>	<b>37,1</b>	<b>37,6</b>	<b>37,2</b>

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

**Cuadro 39**  
**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	Ago.19	Dic.19*	Dic.20*
Circulante (fin de periodo)	10,8	10,3	8,5	7,9	5,3	4,8	6,4	5,7	6,0
Depósitos en moneda nacional	16,7	13,3	13,0	14,1	12,7	12,4	12,2	11,2	13,7
Depósitos totales 1/	12,2	11,5	9,0	8,3	7,7	8,9	10,5	9,2	10,6
Liquidez en moneda nacional	14,9	12,5	11,8	12,1	11,6	10,8	11,2	9,9	12,0
Liquidez total 1/	12,2	11,4	9,2	8,1	7,5	8,4	10,1	8,6	9,9
Crédito al sector privado en moneda nacional	7,4	9,3	10,1	11,6	11,7	10,7	10,7	10,5	11,0
<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>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>

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

\* Proyección.

## Crédito al sector privado

58. El **crédito al sector privado** creció 8,1 por ciento interanual en agosto. Por segmentos, el crédito a empresas creció 6,0 por ciento, mientras que el crédito a los hogares lo hizo en 11,4 por ciento. En el caso del crédito a personas, los segmentos de consumo e hipotecario continuaron mostrando un mayor dinamismo (13,0 y 9,1 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 (7,5 y 6,6 por ciento de crecimiento, respectivamente).

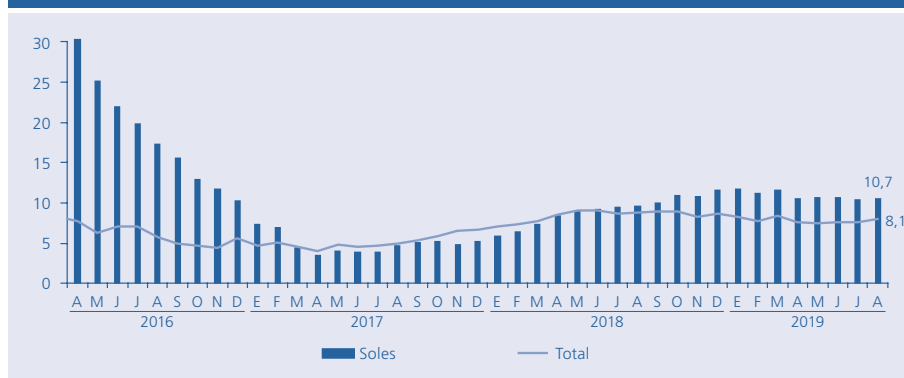
**Cuadro 40**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/**  
 (Tasas de crecimiento anual)

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

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

59. 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 10,7 por ciento, mientras que el de dólares lo hizo en 1,7 por ciento en agosto.

**Gráfico 71**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL**  
 Tasas de variación anual (%)

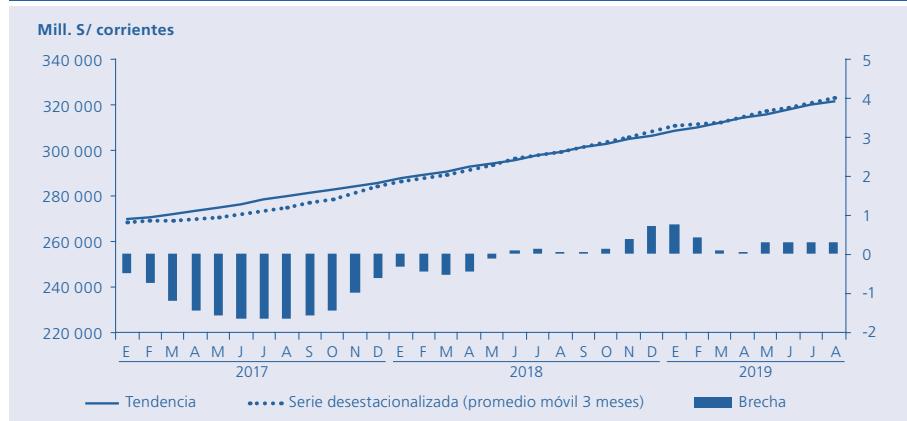


60. Por otro lado, el saldo del crédito total al sector privado continuó evolucionado en línea con su tendencia de largo plazo, consistente con condiciones financieras flexibles para la provisión del crédito.





**Gráfico 72**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL DESESTACIONALIZADO, TENDENCIA Y BRECHA**  
(En porcentaje)



**Cuadro 41**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/**  
(Variación porcentual anual)

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

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

61. A agosto de 2019, el crédito al sector privado de las sociedades creadoras de depósitos en moneda nacional se incrementó en S/ 22 753 millones en los últimos doce meses. Este incremento se ha financiado principalmente por la mayor captación de depósitos del sector privado (S/ 18 424 millones).

Las entidades financieras realizaron mayores depósitos en el Banco Central (S/ 141 millones en fondos de encaje y S/ 4 222 millones en otros depósitos) y adquirieron más Valores del BCRP (S/ 2 040 millones). Ello fue compensado por medio de operaciones de reporte por un monto de S/ 3 562 millones. Asimismo, se observa un crecimiento dentro de las subastas de los depósitos del Tesoro Público a cargo del BCRP por S/ 1 300 millones. Este instrumento ha ganado importancia como fuente de financiamiento de manera sostenida desde 2017.



**Cuadro 42**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL<sup>1/</sup>**  
 (En millones de soles)

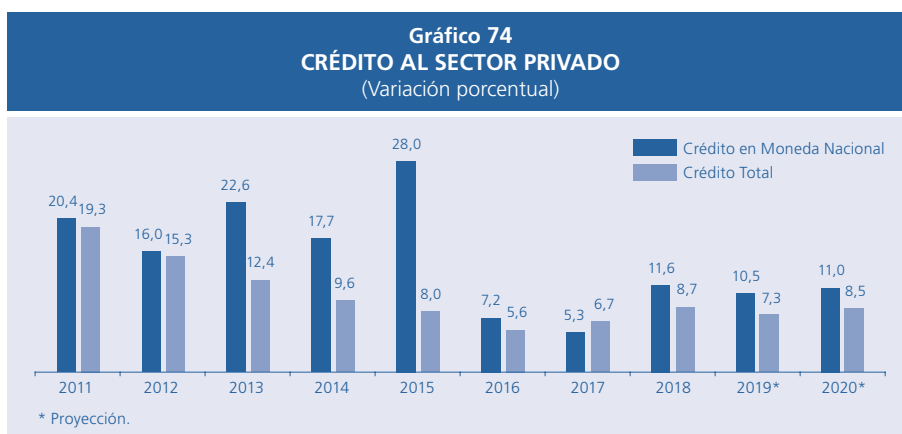
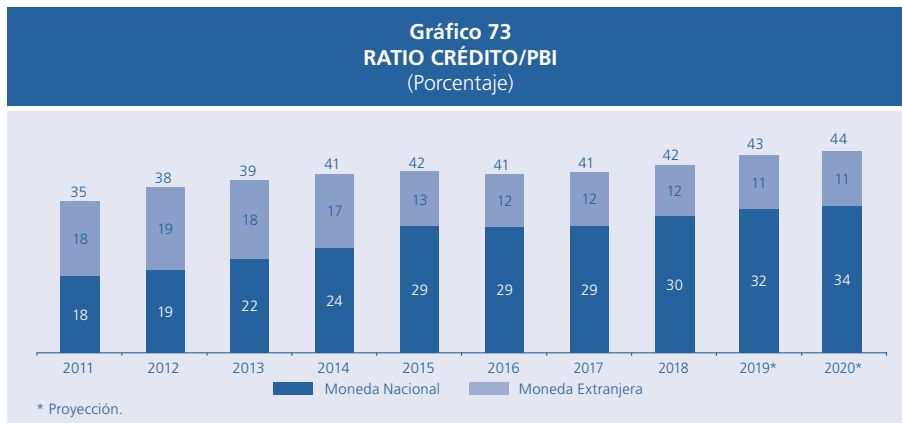
Moneda Nacional	Saldos		Flujos	
	Ago.19	2018	Acum. 2019	Ago.19/Ago.18
<b>Crédito al Sector Privado</b>	<b>236 210</b>	<b>23 382</b>	<b>11 951</b>	<b>22 753</b>
<b>1.- Obligaciones Totales</b>	<b>218 293</b>	<b>17 812</b>	<b>8 210</b>	<b>16 465</b>
a.- Privados no financieros	172 252	19 105	9 740	18 814
<i>Depósitos</i>	169 101	19 386	9 353	18 424
<i>Otros valores</i>	3 151	-281	387	390
b.- Sector público no financiero 2/	20 195	-141	-1 222	-615
c.- Otras entidades financieras 3/	20 816	-3 133	318	-1 946
d.- No residentes	5 031	1 980	-626	213
<b>2.- Operaciones a cargo del BCRP</b>	<b>-26 224</b>	<b>-1 265</b>	<b>641</b>	<b>-1 541</b>
a.- Fondos de Encaje	-11 091	-491	276	-141
b.- Otros depósitos 4/	-10 537	64	-2 432	-4 222
c.- Valores	-25 055	4 773	-416	-2 040
d.- Operaciones de Reporte	16 358	-8 412	3 112	3 562
<i>Valores</i>	4 850	530	-1 100	-50
<i>Moneda</i>	11 508	-8 942	4 212	3 612
e.- Subastas depósitos del Sector Público	4 100	2 800	100	1 300
<b>3.- Financiamiento al sector Público</b>	<b>-22 501</b>	<b>-3 055</b>	<b>4 140</b>	<b>3 566</b>
<b>4.- Resto 5/</b>	<b>66 642</b>	<b>9 889</b>	<b>-1 039</b>	<b>4 263</b>

Crédito al sector privado = (1) + (2) + (3) + (4)  
 1/ Saldos con el signo positivo significan pasivo, 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, AFP, 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.

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

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional para 2019 sería de 10,5 por ciento y 11,0 por ciento para 2020. Así, el crédito total crecería 7,3 por ciento en 2019 y 8,5 por ciento en 2020. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose hasta alcanzar un valor de 25 por ciento a fines de 2020.





63. En proyección, la expansión del crédito estaría financiada principalmente a través de las captaciones de depósitos. Asimismo, durante 2019 y 2020 se proyecta retirar liquidez mediante certificados de depósitos y depósitos a plazo condicional a la evolución de los agregados monetarios y de manera consistente con la tasa de referencia del BCRP.

**Cuadro 43**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL 1/**  
(En millones de soles)

	Saldos			Flujos		
	2018	2019*	2020*	2018	2019*	2020*
<b>Crédito al sector Privado</b>	<b>224 258</b>	<b>247 791</b>	<b>275 029</b>	<b>23 382</b>	<b>23 532</b>	<b>27 238</b>
1. Obligaciones Totales 1/	210 084	227 024	251 827	17 812	16 940	24 803
2. Operaciones a cargo del BCRP	-26 865	-29 451	-32 114	-1 265	-2 587	-2 663
3. Financiamiento al Sector Público	-26 641	-24 262	-27 001	-3 055	2 379	-2 739
4. Resto	67 681	74 480	82 318	9 889	6 799	7 837

1/ Incluye depósitos y, en menor medida, valores emitidos.  
\* Proyección.

64. De manera más amplia, se espera que el financiamiento total 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 5,8 y 7,3 por ciento en 2019 y 2020, respectivamente. En términos relativos, el crédito con mayor dinamismo sería el de otras sociedades de depósito en 2019 y 2020, que crecería a 7,3 y 8,5 por ciento respectivamente.

Cuadro 44 FINANCIAMIENTO GLOBAL AL SECTOR PRIVADO <sup>1/</sup>							
	Saldo (Millones de S/)			Variaciones (%)			
	Ago.19 <sup>2/</sup>	2019*	2020*	Dic.18/Dic.17	Ago.19/Ago.18	Dic.19/Dic.18	Dic.20/Dic.19
<b>Crédito de las sociedades de depósito</b>	<b>324 954</b>	<b>335 081</b>	<b>363 558</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>
Moneda nacional	236 210	247 716	274 865	11,6	10,7	10,5	11,0
Moneda extranjera (millones de US\$)	26 334	25 924	26 318	1,9	1,7	-0,8	1,5
Dolarización (%)	27,3	26,1	24,4				
<b>Crédito de inversionistas institucionales y otros 3/</b>	<b>43 211</b>	<b>42 243</b>	<b>45 219</b>	<b>0,2</b>	<b>11,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>
Moneda nacional	26 948	26 191	27 946	6,8	23,3	13,1	6,7
Moneda extranjera (millones de US\$)	4 826	4 763	5 126	-7,8	-4,0	-2,2	7,6
Dolarización (%)	37,6	38,0	38,2				
<b>Endeudamiento externo privado</b>	<b>93 309</b>	<b>93 370</b>	<b>96 443</b>	<b>-5,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>3,3</b>
(millones de US\$)	27 688	27 706	28 618	-5,2	-1,7	0,3	3,3
Corto plazo (millones de US\$)	3 948	3 948	3 948	-3,2	-3,4	-3,2	-
Mediano y largo plazo (millones de US\$)	23 740	23 758	24 670	-5,5	-1,4	0,9	3,8
<b>TOTAL</b>	<b>461 474</b>	<b>470 694</b>	<b>505 221</b>	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3</b>
Moneda nacional	268 267	279 020	308 121	11,4	13,3	12,1	10,4
Moneda extranjera (millones de US\$)	57 331	56 876	58 487	-2,8	-2,3	-2,3	2,8
Dolarización (%)	41,9	40,7	39,0				

1/ Los saldos en dólares se valúan al 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 agosto de 2019, el financiamiento total al sector privado creció 6,2 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/ 324 954 millones en dicho mes. El segundo mayor componente fue el financiamiento directo obtenido por las empresas desde el exterior, cuyo saldo en el mes fue US\$ 27 688 millones (S/ 93 309 millones). Cabe notar que estas empresas sustituyeron su deuda con el sistema financiero por deuda en el mercado externo durante el primer trimestre.

65. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 27,3 por ciento en agosto, menor al nivel observado en diciembre (28,2 por ciento). Esta reducción refleja una menor dolarización del crédito a personas, la que se redujo de 10,5 a 9,6 por ciento. La dolarización continuó con su tendencia a la baja en el segmento de créditos hipotecarios (14,7 por ciento en agosto).



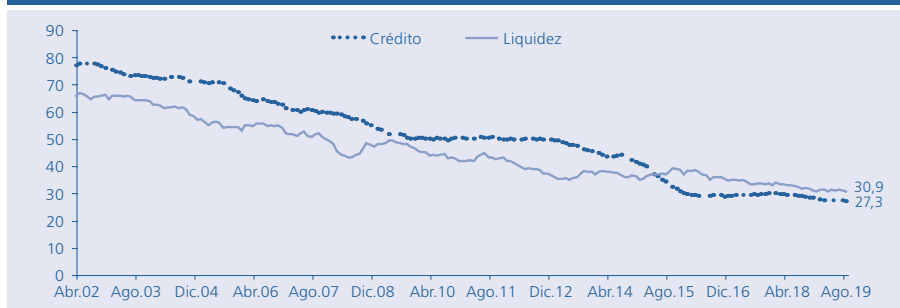


**Cuadro 45**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/**  
(En porcentajes)

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

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

**Gráfico 75**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2002-2019**  
(En porcentaje)



66. Por su parte, el ratio de morosidad del crédito fue 3,54 por ciento en agosto, superior en 0,22 puntos porcentuales respecto al registrado al cierre de 2018 (3,32 por ciento). En particular, la morosidad en los créditos a empresas se incrementó en 0,31 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018, en tanto que el del crédito a personas se incrementó 0,08 puntos porcentuales.

**Cuadro 46**  
**ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
(En porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Ago.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>3,73</b>
Corporativo y grandes empresas	0,54	0,57	0,60	0,55	0,61	0,64	0,61
Medianas empresas	7,38	7,46	7,75	7,53	8,02	8,28	8,77
Micro y pequeñas empresas	7,53	7,75	7,83	7,35	7,44	7,50	7,57
<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>3,21</b>
Consumo	3,60	3,59	3,32	3,21	3,16	3,26	3,34
Tarjetas de crédito	4,89	4,84	4,16	3,88	3,87	4,09	4,21
Vehicular	6,14	5,59	5,30	4,45	3,92	3,97	3,99
Resto	2,60	2,68	2,68	2,70	2,66	2,69	2,75
Hipotecario	2,86	2,89	2,92	3,03	2,96	2,99	3,03
<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>3,54</b>

**Recuadro 4**  
**ACTUALIZACIÓN DE LA ESTIMACIÓN DEL PRODUCTO POTENCIAL**  
**Y LA TASA DE INTERÉS NATURAL**

El producto potencial mide el crecimiento sostenible del PBI en un contexto sin presiones inflacionarias o deflacionarias. Consistente con ello, la tasa de interés natural (TIN) es la tasa de interés real de corto plazo que se observaría en una economía que se mantiene en su nivel potencial y con la tasa de inflación en su nivel de equilibrio de largo plazo. Es decir, la TIN es el precio relativo intertemporal que equilibra el mercado de fondos prestables bajo una senda de crecimiento económico balanceado. Estas variables, al ser construcciones teóricas, no son directamente observables, por lo que su dinámica solo puede ser inferida a partir de variables macroeconómicas observables.

La estimación del producto potencial es relevante para el BCRP porque brinda la información necesaria para el cálculo de la brecha del producto. Esta variable actúa como indicador adelantado de presiones inflacionarias de demanda y permite la toma de acciones preventivas para evitar futuros desvíos de la inflación respecto al rango meta. Por su parte, la TIN es de gran importancia para el BCRP porque proporciona la tasa de interés real de corto plazo consistente con una posición neutral para la política monetaria. En consecuencia, permite determinar si esta es expansiva o contractiva. Así, la política monetaria es expansiva (contractiva) cuando la tasa de interés real observada se ubica por debajo (encima) de la TIN.

**Producto potencial**

El PBI potencial o natural corresponde al nivel de producto agregado que puede ser sostenido indefinidamente sin adicionar presiones al alza o a la baja sobre la inflación. La diferencia entre el PBI observado y el potencial, llamada brecha del producto, es un indicador clave de presiones inflacionarias en la economía. Así, en promedio, el PBI de una economía debería situarse en su nivel potencial.

Para la estimación del producto potencial se emplea al Modelo de Proyección Trimestral (MPT) como filtro multivariado con estructura económica. Esta metodología permite predecir el comportamiento más probable de las variables no observables a partir de un conjunto definido de variables observables. Asimismo, al utilizar más de una ecuación, permite identificar los choques de oferta y productividad que afectan al producto potencial, y separarlos de los choques de demanda que impactan sobre la brecha del producto. De esta manera, la estimación del producto potencial obtenido con esta metodología es consistente con el concepto de estabilidad de precios.

Los resultados de la estimación del crecimiento del producto potencial se presentan en el siguiente cuadro, e indican que este se ha desacelerado en los últimos cinco años. En concreto, se estima que el crecimiento potencial pasó de 6,4 por ciento en el periodo 2007-2013 a 3,5 por ciento durante el periodo 2014-2019. Como un ejercicio de robustez, se realizaron estimaciones alternativas aplicando un conjunto de filtros univariados, tales como un modelo de componentes no observables y los filtros Hodrick-Prescott y Baxter-King. Los resultados muestran un patrón





similar al hallado con el MPT, lo que indica que la tendencia decreciente del crecimiento potencial es un resultado robusto entre estimaciones.

**ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO POTENCIAL DOMÉSTICO: TODAS LAS METODOLOGÍAS**

Metodología	2007-2013	2014-2019
<b>Filtros multivariados</b>		
Modelo de Proyección Trimestral (MTP) 1/	6,4	3,5
<b>Filtros univariados</b>		
Componentes no observables	6,5	3,3
Hodrick-Prescott	6,2	3,6
Baxter-King	6,1	3,6
<b>Promedio de todas las metodologías</b>	<b>6,3</b>	<b>3,5</b>

1/ El Modelo de Proyección Trimestral (MPT) del BCRP es una herramienta de pronósticos macroeconómicos relevante para el mediano y largo plazo. La estructura del MPT corresponde a la de una economía pequeña y abierta, que incluye particularidades de la economía peruana como la dolarización financiera parcial y la influencia de la intervención cambiaria. Al igual que la clase de modelos de tradición neo-keynesiana para economías pequeñas y abiertas, la dinámica del MPT refleja la influencia unilateral de la economía mundial sobre el desempeño de la economía peruana. Es decir, las variables domésticas del modelo responden a condiciones del entorno internacional, pero no viceversa. En esta línea, el modelo está constituido por dos bloques de estructura recursiva: el bloque externo, que refleja las características de los socios comerciales del país; y el bloque doméstico, que describe la evolución de las variables macroeconómicas relevantes para las decisiones de política monetaria. En particular, las ecuaciones del bloque doméstico determinan (i) las medidas de inflación, (ii) las tasas de interés, (iii) la depreciación nominal y (iv) la brecha del producto.

**Tasa de interés natural**

La TIN puede ser estimada a través de distintos métodos. En la presente actualización, se presentan los resultados obtenidos a partir de tres metodologías. La estimación principal también emplea el MPT como filtro multivariado, cuyos resultados se presentan en forma de un rango probable debido, principalmente, a la incertidumbre existente alrededor de los parámetros que determinan la trayectoria de la TIN. En concreto, el rango probable se construye a partir de diversos ejercicios de sensibilidad a dichos parámetros.

La segunda metodología estima la TIN mediante un modelo de vectores autorregresivos con parámetros que cambian en el tiempo (TVP-VAR por sus siglas en inglés), siguiendo a Lubik y Matthes (2015)<sup>4</sup>, y en línea con el trabajo desarrollado por Pérez y Vega (2019)<sup>5</sup>. Los resultados de la estimación se presentan en intervalos de confianza del 20% alrededor de la mediana, a raíz de la incertidumbre asociada a la estimación de una variable no observable a partir de datos macroeconómicos.

La tercera metodología se basa en la condición de paridad descubierta de tasas de interés (UIP, por sus siglas en inglés). Esta condición asume un estado de equilibrio donde el rendimiento esperado de los activos domésticos es igual al de los activos en moneda extranjera ajustados por riesgo. Así, en este estado, los agentes son indiferentes entre las dos clases de activos y no hay posibilidad de arbitraje.

4 Lubik, T. y Matthes, C. (2015): "Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches". Economic Brief 15-10 - Federal Reserve Bank of Richmond.

5 Pérez, F. y Vega, M. (2019): "Inflation Targeting and the Long Term Inflation in Latin America". Mimeo. Este trabajo considera las variables de tasa de inflación, crecimiento anual del PBI, tasa de interés interbancaria, crecimiento de la base monetaria y depreciación anual. La muestra es mensual de diciembre 2001 a junio 2019.

Los resultados de la estimación de la TIN se presentan en el siguiente cuadro. El promedio de todas las metodologías se calcula tomando, por un lado, el punto medio de los rangos probables asociados a los resultados del MPT y el TVP-VAR y, por el otro, la estimación puntual del método UIP.

**ESTIMACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS NATURAL: TODAS LAS METODOLOGÍAS**

Metodología	2007-2013	2014-2019	2007-2019
Modelo de Proyección Trimestral (MPT)	[1,4-1,8]	[1,0-1,4]	[1,4-1,6]
Vectores autorregresivos con parámetros que cambian en el tiempo (TVP-VAR)	[1,7-2,2]	[1,3-1,7]	[1,4-1,8]
Paridad descubierta de tasas de interés (UIP)	2,1	1,5	1,8
<b>Promedio de todas las metodologías</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>

Como puede observarse, los tres métodos muestran que la TIN se ha reducido en los últimos años. En concreto, el análisis de sub-muestras evidencia la tendencia decreciente de esta variable no observable. En promedio, la TIN ascendió a 1,8 por ciento en el periodo 2007-2013 y cayó a 1,4 por ciento en el periodo 2014-2019. Asimismo, es preciso notar que el promedio de la TIN en la estimación consistente con el MPT es de 1,5 por ciento para el periodo 2007-2019.

La estructura económica inherente al MPT permite identificar las contribuciones de los determinantes más importantes de la TIN. Para ello, se identifica la influencia de tres factores relevantes para la dinámica de la TIN en una economía pequeña y abierta como la peruana: el crecimiento potencial doméstico ( $\Delta Y_t$ ), el crecimiento potencial de nuestros principales socios comerciales ( $\Delta Y_t^*$ ) y la tasa de interés natural externa ( $TIN_t^*$ ). Por un lado, los cambios en el crecimiento potencial doméstico ocasionados por el movimiento de la productividad total de factores repercuten sobre la TIN al afectar las decisiones de inversión de largo plazo. Un menor crecimiento potencial doméstico, por ejemplo, disminuye la productividad marginal del capital futuro, contrae la curva de inversión y reduce la tasa de interés natural. Del mismo modo, las fluctuaciones en la productividad total de factores de nuestros principales socios comerciales inducen movimientos en el crecimiento potencial externo y en la TIN externa. Ambos factores influyen sobre la TIN doméstica desplazando las curvas de ahorro, principalmente el ahorro externo, e inversión de largo plazo. De esta forma, niveles más bajos del crecimiento potencial externo o de la TIN externa expanden la curva de ahorro total, generando que la tasa real que equilibra el mercado de fondos prestables sea menor.

Para el caso del MPT, el rango probable se construye a partir de diferentes calibraciones de los parámetros que determinan la dinámica de la TIN, la cual evoluciona de acuerdo a la siguiente ecuación expresada en desvíos respecto al equilibrio de largo plazo<sup>6</sup>:

$$TIN_t = (1 - \rho)[TIN + \alpha_1(\Delta Y_t - \Delta Y) + \alpha_2(\Delta Y_t^* - \Delta Y^*) + \alpha_3(TIN_t^* - TIN^*)] + \rho TIN_{t-1}$$

6 El equilibrio de largo plazo de cada variable se denota sin subíndice temporal.





La estimación central muestra que, desde el cuarto trimestre de 2012, la TIN presenta una clara tendencia a la baja. La reversión en la trayectoria de la TIN es consistente con la contracción de sus determinantes principales. El cuadro siguiente muestra que las contribuciones de los factores más relevantes fueron positivas en el periodo 2007-2013 y negativas en el periodo 2014-2019. Esto implica que, en los últimos años, estas variables han presentado valores más bajos que su nivel de equilibrio de largo plazo.

En particular, se observa que el desvío del crecimiento potencial doméstico respecto a su valor de estado estacionario ha sido, históricamente, la fuerza principal detrás de la dinámica de la TIN. Del mismo modo, es posible notar que los factores externos han ganado importancia en los últimos años, reforzando la tendencia a la baja inducida por la desaceleración del crecimiento potencial en el Perú.

#### CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LA TIN

Contribuciones	2007-2013	2014-2019
Desvío del crecimiento potencial doméstico	0,20	-0,19
Desvío del crecimiento potencial externo	0,05	-0,06
Desvío de la tasa de interés natural externa	0,00	-0,04

Es preciso resaltar que la tasa real de política monetaria también se ha reducido en los últimos años; desde 1,4 a finales de 2016 a 0,3 por ciento en el segundo trimestre 2019. De esta manera, a pesar de la reducción de la TIN, las estimaciones muestran que en promedio la posición de política monetaria se ha mantenido expansiva desde enero 2014.

Finalmente, en investigaciones recientes para Estados Unidos y Europa<sup>7</sup>, se reporta que la incertidumbre alrededor de la estimación de la TIN es considerablemente alta, por lo que es recomendable que los bancos centrales actualicen sus estimaciones de manera gradual. Para el caso peruano, la TIN se estimó en 2,1 por ciento en 2016 y se revisó a 1,75 por ciento en 2017 (recuadro N°2 del Reporte de Inflación de Setiembre del 2017).

Teniendo en cuenta estos factores, se estima que el producto potencial se ubicaría en 3,5 por ciento y la tasa de interés natural en 1,5 por ciento.

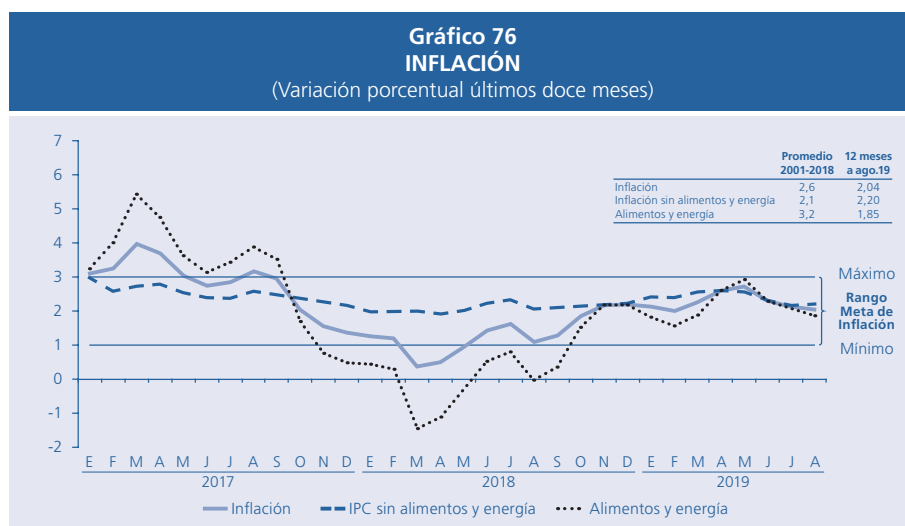
7 Hamilton, J., Harris, E., Hatzius, J. and West, K. (2016): "The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future," IMF Economic Review, Palgrave Macmillan; International Monetary Fund, vol. 64(4), pages 660-707, November.

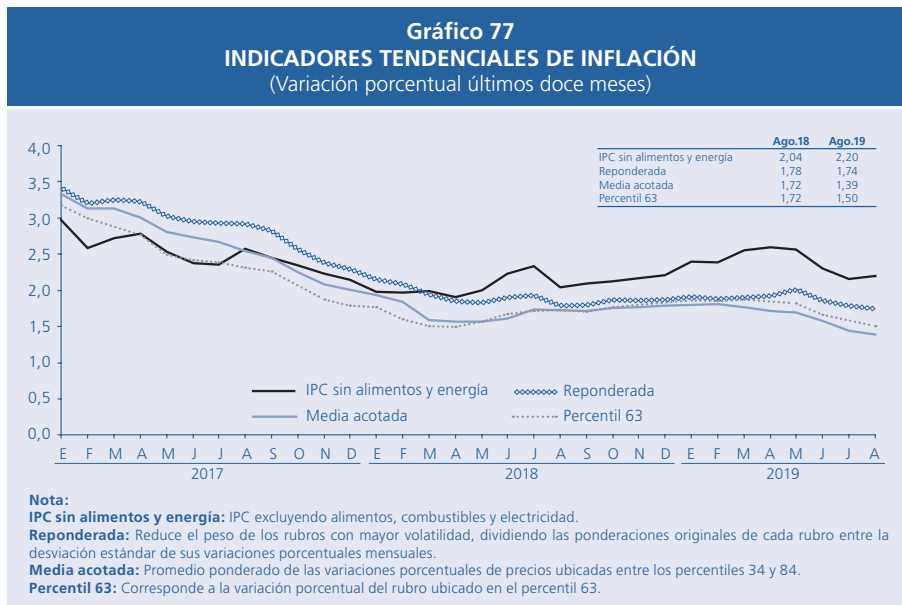


## VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

### Evolución reciente de la inflación y expectativas de inflación

67. La tasa de inflación anual del IPC se ubicó en 2,04 por ciento al mes de agosto, 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 2,20 por ciento en agosto. En general, todos los indicadores tendenciales de inflación se ubicaron dentro del rango meta.





68. Entre enero y agosto de 2019 el nivel general de precios aumentó 1,45 por ciento, a un ritmo mensual promedio de 0,18 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 1,68 por ciento mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa menor (1,19 por ciento), correspondiéndole la menor variación a los alimentos y bebidas (1,07 por ciento). Esto último por las rebajas registradas en los precios de productos como carne de pollo, cebolla, tomate y azúcar.

**Cuadro 47**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2018	2019	
			Ene.-Ago.	12 meses
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,19</b>	<b>1,45</b>	<b>2,04</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>2,21</b>	<b>1,68</b>	<b>2,20</b>
a. Bienes	21,7	2,25	1,14	1,64
b. Servicios	34,8	2,19	2,01	2,54
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>2,17</b>	<b>1,19</b>	<b>1,85</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,95	1,07	1,78
b. Combustibles y electricidad	5,7	3,67	1,99	2,33
Combustibles	2,8	5,35	1,29	1,87
Electricidad	2,9	2,39	2,55	2,70

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

del resto de servicios como comidas fuera del hogar y “otros servicios personales” que incluye los de cuidado personal, presentaron tasas menores que las registradas en el periodo 2010-2018. Ello reflejaría los menores costos de mano de obra por la mayor disponibilidad de trabajadores extranjeros.

<b>Cuadro 48</b>					
<b>INFLACIÓN</b>					
(Variaciones porcentuales anuales)					
	<b>Peso</b>	<b>2018</b>	<b>Mar.19</b>	<b>Ago.19</b>	<b>2010-18 Prom. anual</b>
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,19</b>	<b>2,73</b>	<b>2,04</b>	<b>2,97</b>
<b>Educación</b>	<b>9,1</b>	<b>4,73</b>	<b>5,23</b>	<b>5,21</b>	<b>4,55</b>
<b>Salud</b>	<b>1,1</b>	<b>1,76</b>	<b>1,52</b>	<b>1,45</b>	<b>3,42</b>
<b>Comidas fuera del hogar</b>	<b>11,7</b>	<b>2,19</b>	<b>2,00</b>	<b>1,81</b>	<b>4,71</b>
<b>Otros servicios personales</b>	<b>3,3</b>	<b>1,29</b>	<b>1,50</b>	<b>1,37</b>	<b>1,85</b>
<i>De los cuales:</i>					
Empleados del hogar	2,1	0,66	0,93	0,98	0,78
Servicio de cuidado personal	0,6	2,21	2,36	2,12	3,94

70. A nivel desagregado entre los rubros con mayor contribución positiva en el periodo enero-agosto se encuentran la matrícula y pensión de enseñanza, las comidas fuera del hogar, los huevos y la cerveza. El rubro de matrícula y pensión de enseñanza registró un incremento de 5,3 por ciento, principalmente por alzas en las pensiones de los colegios y universidades privadas al inicio del año lectivo en marzo. El rubro comidas fuera del hogar continúa como uno de los rubros de mayor contribución a la inflación, pero a un ritmo menor que el registrado en años anteriores afectado en parte por los menores costos de salarios del personal por la mayor disponibilidad de mano de obra extranjera en el último año. En los últimos doce meses presentó un incremento similar al de los alimentos dentro del hogar (1,8 por ciento). El precio de los huevos aumentó 29,2 por ciento, en un contexto de mayor producción de aproximadamente 10 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. El precio de la cerveza aumentó 11,5 por ciento como resultado de la modificación de Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) en el mes de junio.

Los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron la carne de pollo, cebolla y tomate. La caída en el precio del pollo de 7,3 por ciento, se dio en un contexto de mayor oferta. La colocación de pollos bebé, principal indicador de la oferta, aumentó aproximadamente 4 por ciento con respecto al periodo enero-agosto 2018. A ello se sumó el mayor abastecimiento de productos sustitutos como jurel y bonito. Respecto al precio de la cebolla, este disminuyó 11,2 por ciento en el periodo enero-agosto, mientras que en los primeros meses del año se revirtieron las alzas del último trimestre del 2018, afectado por el término de la cosecha en Camaná y las menores siembras de otras regiones como Piura y La Libertad. A partir de junio contribuyó además a la caída de precios el ingreso estacional de algunas variedades de menor demanda. La reducción del precio del tomate de 14,3 por ciento se dio tras un aumento de su abastecimiento de aproximadamente 8 por ciento con respecto al periodo enero-agosto 2018 por el incremento de los rendimientos en los valles de Lima, y la menor merma en la comercialización por el descenso de la temperatura a partir de mayo.





**Cuadro 49**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-AGOSTO 2019**

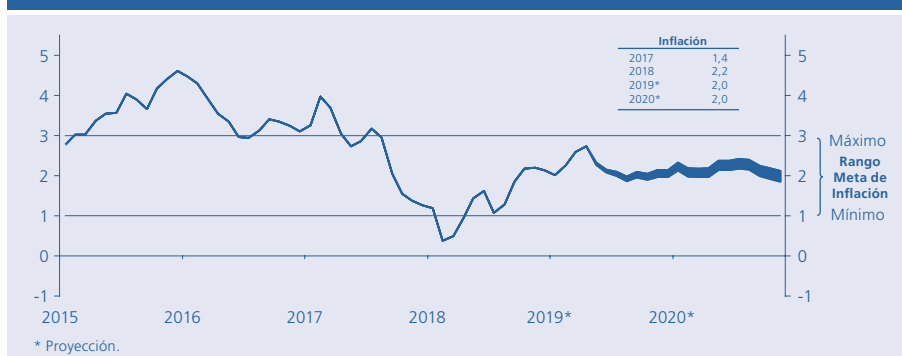
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,3	0,54	Carne de pollo	3,0	-7,3	-0,20
Comidas fuera del hogar	11,7	1,2	0,17	Cebolla	0,4	-11,2	-0,05
Huevos	0,6	29,2	0,13	Tomate	0,2	-14,3	-0,03
Cerveza	0,8	11,5	0,10	Azúcar	0,5	-6,2	-0,03
Electricidad	2,9	2,5	0,09	Papaya	0,2	-12,6	-0,03
Pescado fresco y congelado	0,7	12,9	0,09	Palta	0,1	-17,2	-0,03
Otras frutas frescas	0,4	17,9	0,07	Transporte nacional	0,3	-6,4	-0,02
Entradas a espectáculos	1,7	3,6	0,06	Teléfonos	2,9	-1,3	-0,02
Consumo de agua	1,6	3,0	0,05	Mandarina	0,2	-7,8	-0,02
Papa	0,9	4,6	0,04	Pasaje de avión	0,4	-3,0	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,34</b>	<b>Total</b>			<b>-0,44</b>

## Proyecciones

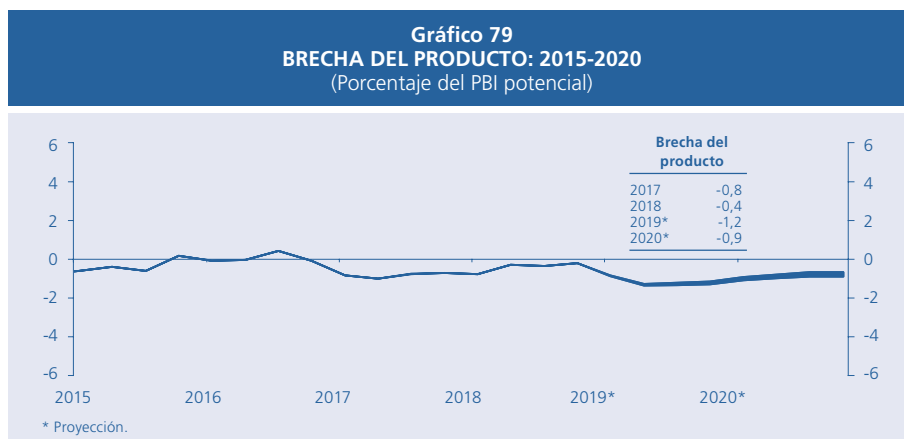
71. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, lo que toma en cuenta toda la información macroeconómica disponible. Entre éstos destacan las expectativas de inflación, la inflación importada (incluido el efecto del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

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

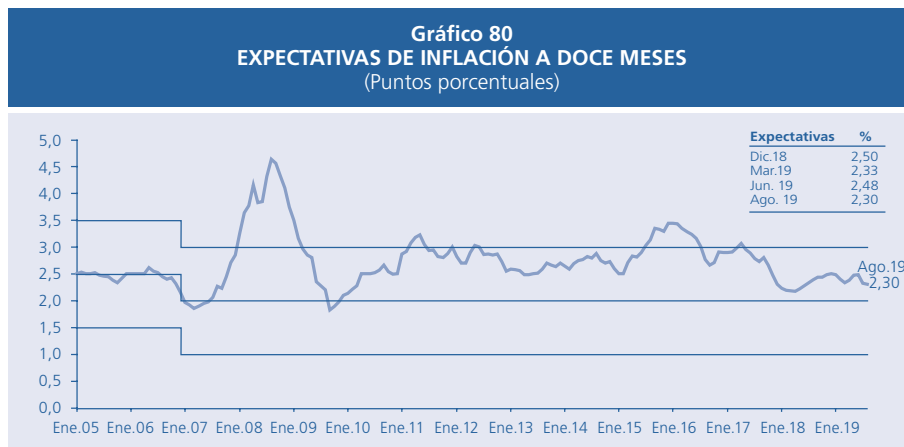
**Gráfico 78**  
**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN: 2015-2020**  
(Variación porcentual últimos doce meses)



72. La estimación de una brecha del producto negativa indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda. Se espera un crecimiento del PBI menor a su potencial para 2019 y una brecha del producto que se va cerrando gradualmente como correlato de la menor demanda externa (por la revisión a la baja de los precios de las materias primas y del crecimiento de nuestros socios comerciales) y una recuperación más lenta de la confianza empresarial.



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





**Cuadro 50**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
(En porcentajes)

	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Set.19*
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	2,40	2,40	2,20
2020	2,50	2,50	2,30
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	2,35	2,50	2,20
2020	2,50	2,50	2,40
<b>Empresas No Financieras</b>			
2019	2,50	2,50	2,40
2020	2,50	2,50	2,50

\* Encuesta realizada al 31 de agosto.  
RI: Reporte de Inflación.

74. 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 1,1 por ciento en 2019, principalmente por menores precios de *commodities* como el trigo, maíz y soya; y se incrementen en 0,9 por ciento en 2020. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles entre S/ 3,35 y S/. 3,40 para el cierre de 2019 y 2020.

**Cuadro 51**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO**  
(Soles por US Dólar)

	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Set.19*
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	3,30	3,35	3,37
2020	3,33	3,35	3,35
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	3,33	3,35	3,40
2020	3,36	3,37	3,40
<b>Empresas No Financieras</b>			
2019	3,35	3,35	3,35
2020	3,38	3,37	3,38

\* Encuesta realizada al 31 de agosto.  
RI: Reporte de Inflación.

### Balance de riesgos de inflación

75. El balance de riesgos inflacionarios o deflacionarios de este Reporte mantiene un sesgo a la baja. Este balance toma en cuenta la materialización respecto al Reporte de Inflación anterior de algunos riesgos asociados a choques de demanda interna y externa, lo cual ha sido tomado en cuenta en el escenario base de proyección. En este contexto, el impacto esperado de una posible menor inflación por un crecimiento

económico inferior supera en magnitud al efecto esperado de una mayor inflación importada.

- **Choques de demanda interna**

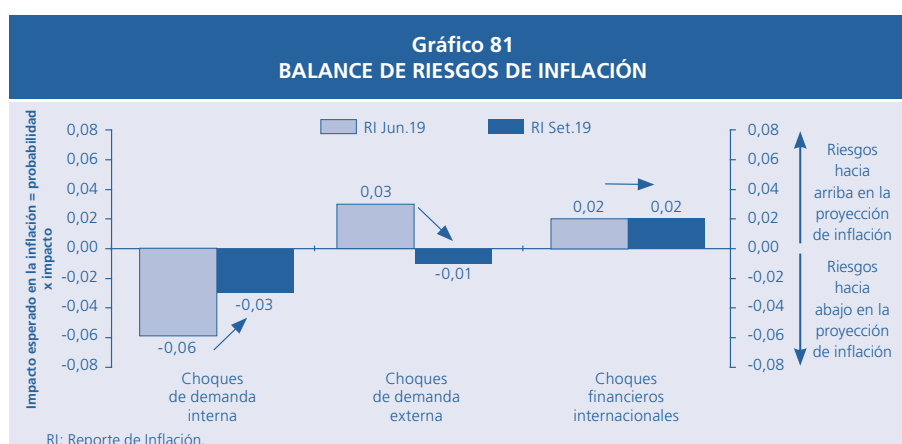
El crecimiento del PBI podría ser menor al proyectado en el escenario central si el gasto privado y la ejecución de la inversión pública resulta menor que lo esperado. Ello supondría una brecha del producto más negativa para el horizonte de proyección, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base.

- **Choques de demanda externa**

Una agudización aún mayor de la guerra comercial generaría menores precios de las materias primas y una salida de capitales emergentes por parte de inversionistas institucionales, debido a la percepción de mayor riesgo. La desaceleración del comercio mundial, los menores términos de intercambio y los mayores costos financieros implicarían un mayor riesgo de menor crecimiento económico. Asimismo, el dólar estadounidense se apreciaría en este escenario al ser tomado como refugio de valor, lo cual generaría presiones inflacionarias por mayor tipo de cambio. La inflación disminuiría por la menor demanda interna, efecto que en el horizonte de proyección prevalecería sobre el efecto de mayor tipo de cambio.

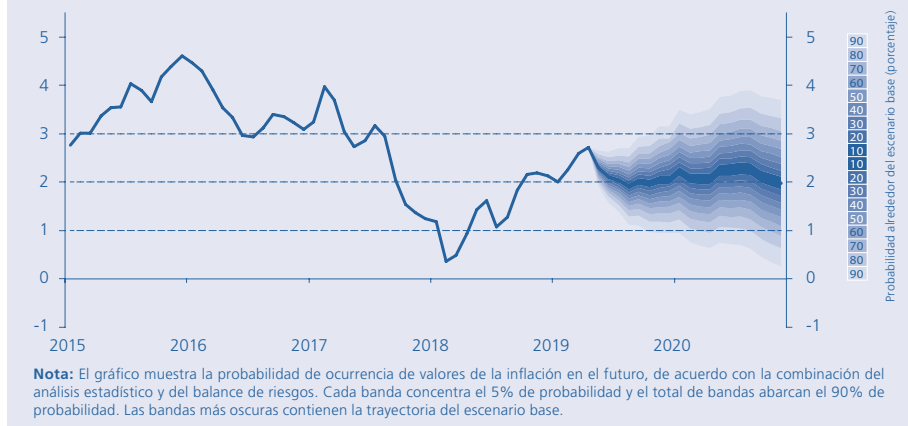
- **Choques financieros internacionales**

Incremento en la volatilidad en los mercados financieros por una mayor aversión al riesgo podría traducirse en una salida de capitales de las economías emergentes, fortaleciendo el dólar estadounidense con respecto a las monedas de dichas economías. Esto presionaría al alza la inflación por un efecto de mayor inflación importada.





**Gráfico 82**  
**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN: 2015-2020**  
(Variación porcentual últimos doce meses)





### Recuadro 5 EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LOS GASOHOLES

En este recuadro se compara la evolución reciente del precio de refinería del gasohol con diversos indicadores internacionales del costo de los combustibles. Para ello, se utiliza el gasohol de 90 octanos como representativo de este grupo de productos, pues da cuenta de alrededor del 60 por ciento del consumo local.

La información muestra que el precio doméstico de refinería del gasohol de 90 octanos no habría seguido la misma tendencia de los indicadores de precio internacional, tales como los indicadores teóricos de Osinermin y de la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE) y el precio CIF de las importaciones de dicho producto.

#### GASOHOL DE 90 OCTANOS

Comparación de Precios de Lista a nivel de Refinería<sup>1/</sup>

	Con precio OSINERMIN (\$/ por galón)			Con precio SNMPE (\$/ por galón)			Con precio CIF (\$/ por galón)			Con país de la región (US\$ por galón)		
	Refinería	Paridad <sup>2/</sup>	Dif. %	Refinería	Paridad <sup>2/</sup>	Dif. %	Refinería	CIF	Dif. %	Refinería	Chile <sup>4/</sup>	Dif. %
Set. 2018 (a)	7,31	7,22	1%	7,31	7,97	-8%	7,31	6,53	12%	2,21	2,23	-1%
Set. 2019* (b)	7,51	6,12	23%	7,51	6,78	11%	7,51	5,54	36%	2,23	1,87	19%
<b>Var.% (b)/(a)</b>	<b>3%</b>	<b>-15%</b>		<b>3%</b>	<b>-15%</b>		<b>3%</b>	<b>-15%</b>		<b>1%</b>	<b>-16%</b>	

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

2/ Se le agregan \$/ 0,19 por galón como margen de comercialización al precio de referencia calculado por Osinermin.

3/ Corresponde al precio de referencia calculado por la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía.

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

\* Promedio acumulado al 23 de setiembre.

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

El siguiente cuadro relaciona el Precio de Refinería del Gasohol de 90 octanos con el Precio de Paridad de Osinermin, indicador teórico del costo de importar este combustible. Entre setiembre de 2018 y setiembre de 2019, el indicador de Osinermin se redujo en 15 por ciento, en tanto que el precio de refinería de Petroperú aumentó en 3 por ciento. Por su parte, el indicador teórico de la SNMPE se redujo en una magnitud semejante que el de Osinermin (15 por ciento).

#### PRECIO PROMEDIO MENSUAL DEL GASOHOL DE 90 OCTANOS

(\$/ por galón)

	Set.18 (A)	Set.19* (B)	Var.% (B)/(A)
1. Crudo WTI	5,54	4,52	-18%
2. Precio de Paridad de OSINERMIN 1/	7,22	6,12	-15%
3. Margen adicional (=4-2)	0,09	1,39	
4. Precio de Refinería de Petroperú 2/	7,31	7,51	3%
Nota			
Precio de Paridad de SNMPE	7,97	6,78	-15%
Precio de Refinería de Repsol	7,96	7,51	-6%

1/ Precio en la Costa del Golfo más costos teóricos de importación. Publicado por OSINERMIN.

2/ Publicado por Petroperú.

\* Promedio acumulado al 23 de setiembre.



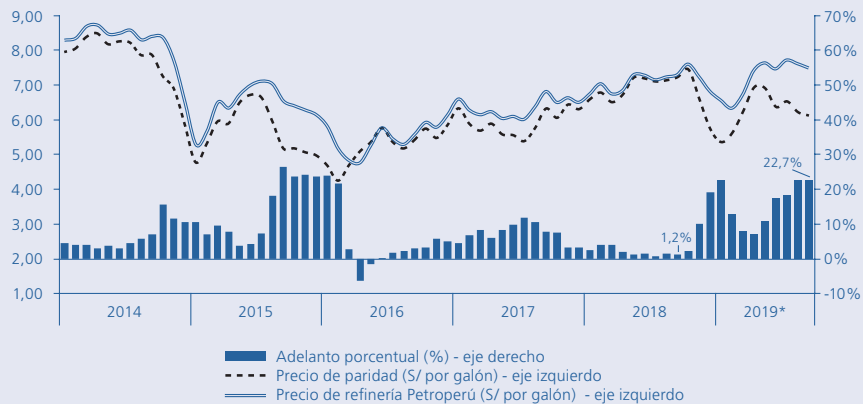


Como resultado, se observa que el diferencial respecto al precio de paridad de OSINERGMIN se ha incrementado de S/ 0,09 por galón en setiembre de 2018 a S/ 1,39 por galón como promedio a la tercera semana de setiembre 2019. Si se compara respecto al precio de paridad publicado por la SNMPE la dinámica es similar: se ha pasado de un diferencial negativo de S/ 0,66 por galón en setiembre de 2018 a una brecha de S/ 0,73 por galón promedio durante las tres primeras semanas de setiembre 2019.

El siguiente gráfico muestra la evolución del diferencial como porcentaje del precio de paridad de OSINERGMIN. El diferencial promedio a la tercera semana de setiembre alcanzó el 22,7 por ciento, mientras que en similar periodo del año 2018, dicho diferencial era de 1,2 por ciento.

Cabe señalar que con el aumento reciente en el precio internacional del petróleo a raíz del atentado en Arabia Saudita, las empresas locales no modificaron sus precios por lo cual el diferencial de la tercera semana de setiembre bajó a 17,7 por ciento.

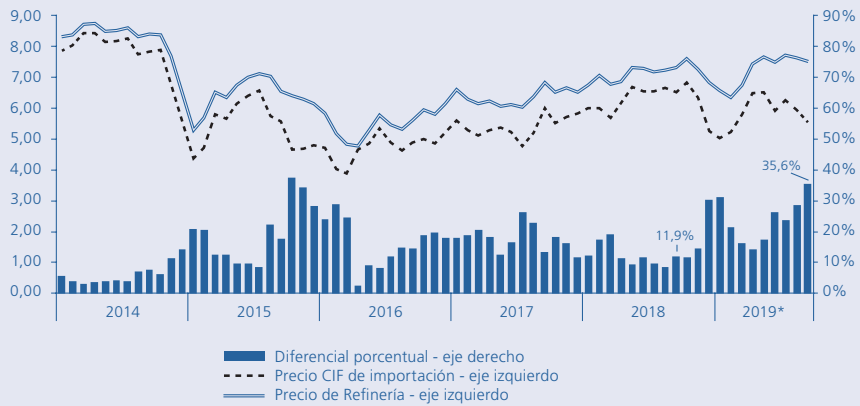
### PRECIO DE REFINERÍA Y PRECIO DE PARIDAD DE IMPORTACIÓN DEL GASOHOL 90 ENERO 2014 - SETIEMBRE 2019 (Soles por galón)



\* Promedio acumulado al 23 de setiembre.

A partir de información de SUNAT, se puede estimar el precio CIF de importación del Gasohol de 90 octanos. Así, se evidencia que el diferencial existente entre el precio de refinación y el precio CIF se ha ampliado de 11,9 por ciento en setiembre de 2018 a 35,6 por ciento en setiembre de 2019.

**PRECIO DE REFINERÍA Y PRECIO CIF DE IMPORTACIÓN DEL GASOHOL 90**  
(Soles por galón)



\* Promedio acumulado al 17 de setiembre.  
Fuente: SUNAT, Petroperú.



