



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2020

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2020-2022**

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

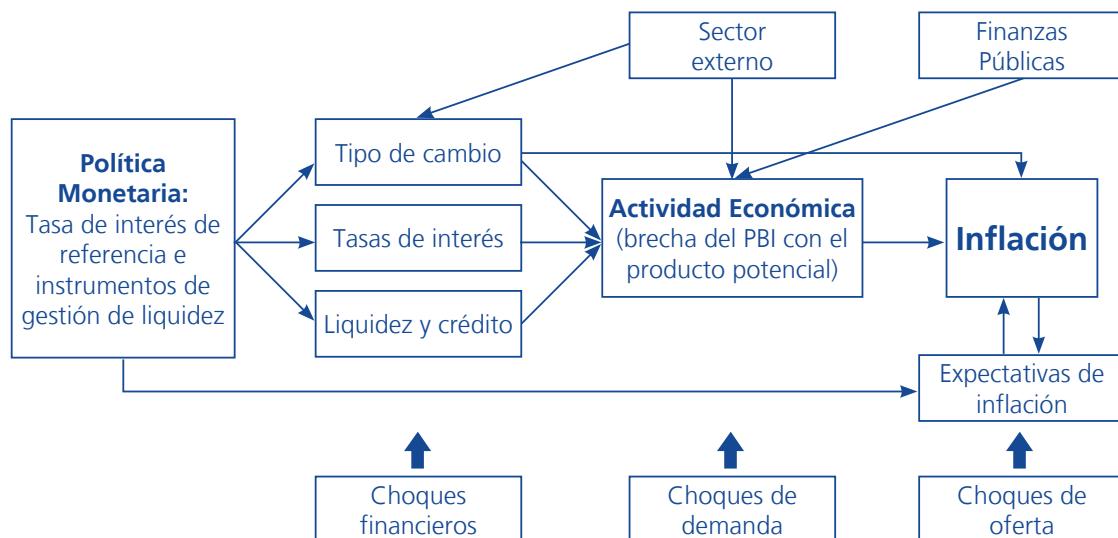


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2022

Diciembre 2020



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2022

Diciembre 2020

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global	12
- Perspectivas de la actividad económica global	17
- Mercados financieros internacionales	20
II. Balanza de pagos	38
- Cuenta corriente.....	38
- Términos de intercambio.....	42
- Financiamiento externo.....	44
III. Actividad económica	50
- PBI sectorial	50
- PBI gasto.....	60
- Empleo	75
IV. Finanzas públicas.....	86
- Ingresos corrientes	89
- Gastos no financieros.....	90
- Postura fiscal.....	91
- Financiamiento y deuda	92
V. Política monetaria y condiciones financieras	102
- Acciones de política monetaria.....	102
- Mercado cambiario	124
- Liquidez	128
- Crédito al sector privado	131
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	151
- Evolución reciente de la inflación	151
- Proyecciones	156
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	159

RECUADROS

1. Segunda Ola de COVID-19 en el mundo: retos para las políticas en el Perú.....	32
2. Indicadores de endeudamiento y de vulnerabilidad externa	48
3. Estimación del número de reproducción (R) para Perú	80
4. Impactos agregados del choque COVID-19.....	84
5. Descomposición de la evolución de la deuda pública	97
6. Evolución del mercado de Bonos Soberanos, principales participantes y cambios de estructura en el tiempo.....	138
7. Evolución del mercado cambiario y flujos por tipo de agentes durante el COVID-19	144

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2020 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a octubre de 2020 del PBI mensual, la balanza comercial y las cuentas monetarias; y a noviembre de 2020 de la inflación, las operaciones del Sector Público No Financiero, los mercados financieros y el tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde el año 2003 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de este año se realizaron modificaciones a la tasa de referencia fuera de este calendario ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retomar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- En el caso excepcional de este año, por la magnitud de los choques que enfrenta la economía, la tasa de referencia se ubica en niveles cercanos a cero y se ha ampliado significativamente el uso de operaciones de repo con distintos tipos de colaterales y a mayores plazos.





- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 10 de diciembre de 2020.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 19 de marzo de 2021.

Resumen

- i. La **actividad económica global** ha seguido recuperándose, en particular el consumo y el empleo, lo que responde a la flexibilización de las restricciones a la movilidad social y a la aplicación de estímulos monetarios y fiscales. Con esta evolución se revisa la contracción estimada del PBI global para 2020, respecto a lo previsto en setiembre, de 5,0 a 4,9 por ciento, en la que destaca las perspectivas de menor contracción de Estados Unidos y de mayor crecimiento de China. Sin embargo, se revisa ligeramente a la baja la proyección de recuperación para 2021, de 5,5 a 5,4 por ciento, debido al impacto temporal que tendría el rebrote del COVID-19. La recuperación de la economía mundial continuaría en 2022 con un crecimiento de 4,0 por ciento.
- ii. Los avances en torno a la vacuna contra el COVID-19 y las perspectivas de recuperación económica han implicado una menor aversión global al riesgo que ha impulsado a los mercados financieros y a los precios de los *commodities*. Particularmente, la cotización del cobre ha alcanzado valores máximos no observados desde 2012. En este contexto, se revisa significativamente al alza la proyección de los **términos de intercambio** para 2020 (incremento de 5,7 por ciento) y 2021 (incremento de 5,3 por ciento) respecto a lo previsto en setiembre, para luego estabilizarse en 2022 en niveles favorables.
- iii. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registraría un superávit de 0,7 por ciento en 2020 (frente al déficit de 0,1 por ciento proyectado en setiembre), por el impacto de la contracción de la producción local en las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera en el país, el efecto de la débil demanda interna y la recuperación de los términos de intercambio. Este superávit de la cuenta corriente se reduciría en 2021 y 2022 a 0,1 y 0,0 por ciento del PBI, respectivamente, en línea con la reactivación proyectada de la actividad local y de la demanda interna, y en un escenario externo de términos de intercambio más altos.
- iv. Luego de registrar una de las mayores contracciones del PBI en el segundo trimestre debido a la implementación de una de las medidas más estrictas de confinamiento social en el mundo, la economía peruana se ha recuperado a un ritmo mayor al esperado en el tercer trimestre y los indicadores adelantados muestran similar evolución en los meses de octubre y noviembre. Desde mayo el **PBI** ha mostrado menores tasas de caída interanual por la flexibilización de la cuarentena, la expansión significativa de la liquidez y el crédito al sector privado a menores tasas de interés y la recuperación del gasto público sobre todo en los últimos meses. En el caso particular del cuarto trimestre, se viene registrando un impulso adicional por el avance de la última fase del plan de reanudación de actividades, la ejecución del segundo bono universal y el crecimiento interanual de la inversión pública por primera vez desde el inicio de la pandemia.

En este contexto, se ha venido registrando un menor deterioro del mercado laboral y el avance de las expectativas de consumidores y empresarios. Asimismo, los envíos





al exterior han estado impulsados por mejores perspectivas de la demanda global y la reanudación de la producción local.

Con ello, el PBI de 2020 registraría una contracción de 11,5 por ciento, tasa menor en más de un punto porcentual a la estimada en el Reporte previo (-12,7 por ciento). La revisión obedece principalmente a una mayor actividad en el sector construcción, debido al mayor gasto de familias en autoconstrucción.

Asimismo, se revisa al alza la proyección de crecimiento de 2021, de 11,0 a 11,5 por ciento, como consecuencia de la mejor coyuntura externa de términos de intercambio bastante favorables. La recuperación de la economía proyectada para 2021 y el crecimiento previsto para 2022 (4,0 por ciento) estarían sustentados en el efecto positivo de las medidas de estímulo sobre el gasto privado, condiciones crediticias expansivas, la reanudación de proyectos de inversión y la recuperación de la confianza y del mercado laboral. La proyección actual supone un escenario de medidas de control sanitario adecuadas, flexibles y focalizadas si fuera el caso, sin rebrotes significativos en las tasas de contagio por COVID-19. Se espera un esquema ordenado y eficiente de vacunación a la población en 2021, lo que permitiría recuperar los niveles de actividad económica previos a la pandemia hacia el primer trimestre de 2022. El escenario base supone también un entorno de estabilidad social y política, con lo que las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas y creación de empleo no se verían postergadas.

- v. El fisco continuó con las medidas de **política fiscal** para hacer frente a los efectos del COVID-19, en general, en línea con lo previsto en setiembre, mientras que los ingresos han mostrado una recuperación más rápida, tanto por el menor monto del fraccionamiento tributario como por la menor contracción de la actividad económica. Con ello, y considerando la proyección de recuperación de la actividad, se reduce la proyección de déficit fiscal de 9,2 a 8,6 por ciento del PBI para 2020 y de 5,1 a 4,4 por ciento para 2021, en comparación con el Reporte de setiembre. El proceso de consolidación fiscal continuaría en 2022 con un déficit de 3,0 por ciento del PBI en un escenario en donde los efectos del COVID-19 en la actividad económica, en la recaudación tributaria, y en el gasto corriente se habrían mayormente disipado.
- vi. Desde marzo el BCRP ha tomado **medidas monetarias y financieras** sin precedentes que estuvieron orientadas a promover el correcto funcionamiento de los mercados financieros en un entorno de profunda contracción económica. Dichas medidas se han enfocado en la reducción del costo de financiamiento, la provisión de liquidez al sistema financiero y la reducción de la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio.

El BCRP mantiene desde abril una tasa de interés de referencia mínima histórica de 0,25 por ciento, equivalente en noviembre a una tasa real negativa de 1,37 por ciento. Dada la magnitud del choque asociado a la pandemia, el impulso monetario se ha venido ampliando mediante otros instrumentos de política monetaria.

Entre setiembre y noviembre el BCRP continuó realizando las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. El saldo de operaciones de inyección de liquidez mantuvo niveles históricos y se incrementó de S/ 60,9 mil millones al cierre de agosto a S/ 61,5 mil millones al 30 de noviembre. De este último monto, S/ 50,2 mil millones corresponden a operaciones de reporte con garantía del Gobierno Nacional. Este saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez (S/ 61,5 mil millones) es casi ocho veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 2,0 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** tuvo un comportamiento claramente anticíclico con una tasa interanual de 13,1 por ciento en octubre, con mayores tasas de crecimiento relativo en las medianas, pequeñas y microempresas en el contexto de Reactiva Perú. Para el horizonte de proyección, se prevé un crecimiento de 12,5 por ciento en 2020, y superado el evento de necesidad excepcional de financiamiento de capital de trabajo durante el periodo de estricta cuarentena, se proyecta un crecimiento del crédito más moderado de 3,0 por ciento en 2021 y 2022, en línea con una economía en clara recuperación. Con ello, el ratio de crédito al sector privado respecto al PBI se incrementaría de 43 por ciento en 2019 por ciento a 47 por ciento en 2022.
- viii. La **inflación** interanual aumentó de 1,69 por ciento en agosto a 2,14 por ciento en noviembre, lo que refleja el aumento del tipo de cambio, mayores costos asociados a las medidas de control sanitario y, en algunos rubros de alimentos, factores asociados a la pandemia de COVID-19 y otros adicionales de oferta. Las expectativas de inflación a 12 meses se elevaron de 1,57 por ciento a 1,68 por ciento en el mismo periodo de tiempo. Todos los indicadores tendenciales de inflación se mantienen en el tramo inferior del rango meta. Hacia adelante (2021-2022) se proyecta que la inflación se ubicaría nuevamente en el tramo inferior del rango meta en un contexto de inflación importada moderada, una brecha del producto significativamente negativa (aunque cerrándose) y en una etapa posterior del horizonte de proyección, menores costos por implementación de medidas de control sanitario conforme se vaya superando la pandemia.
- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** modera su sesgo a la baja respecto al Reporte de setiembre. Los riesgos en la proyección consideran la contingencia de una débil recuperación de la actividad global y local si se presentan rebrotes significativos del COVID-19 o dificultades en la disponibilidad de las vacunas. El escenario base supone un entorno de recuperación de la confianza del consumidor y de las empresas, por lo cual situaciones que generan incertidumbre económica pueden retrasar el proceso de recuperación económica.

La probabilidad de que los riesgos vinculados al COVID-19 se materialicen se ha reducido en el último mes debido a los avances en el desarrollo de la vacuna. Al cierre del presente Reporte, las empresas Astrazeneca, Moderna y Pfizer han tenido avances significativos con una efectividad superior al 95 por ciento.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2019	2020 ^{1/}		2021 ^{1/}		2022 ^{1/}
		RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,2	-12,7	-11,5	11,0	11,5	4,0
2. Demanda interna	2,3	-12,3	-10,7	9,5	10,2	4,1
a. Consumo privado	3,0	-10,0	-9,8	8,0	8,8	4,7
b. Consumo público	2,1	6,1	5,4	4,3	5,7	-0,8
c. Inversión privada fija	4,0	-28,5	-20,0	20,0	17,5	4,5
d. Inversión pública	-1,4	-19,0	-18,0	11,0	14,0	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	0,8	-22,0	-18,8	17,8	15,3	5,1
4. Importaciones de bienes y servicios	1,2	-21,1	-16,5	11,7	10,1	5,5
5. Crecimiento del PBI Mundial	2,9	-5,0	-4,9	5,5	5,4	4,0
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-0,6	-20,0;-10,0	-18,0;-8,0	-13,0;-3,0	-11,0;-1,0	-9,0;0,0
Var. %						
6. Inflación	1,9	0,8	2,0	1,0	1,5	1,7
7. Inflación esperada ^{3/}	2,3	1,2	1,5	1,8	1,7	2,0
8. Depreciación esperada ^{3/}	-0,3	3,8	5,9	-1,0	-2,0	-1,0
9. Términos de intercambio	-1,8	3,7	5,7	-1,7	5,3	0,1
a. Precios de exportación	-3,4	-1,3	0,4	2,1	9,3	1,0
b. Precios de importación	-1,7	-4,8	-5,0	3,9	3,8	0,9
Var. %						
10. Circulante	4,6	25,0	30,0	4,0	4,0	3,0
11. Crédito al sector privado	6,9	15,0	12,5	3,0	3,0	3,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,6	19,0	20,5	20,3	21,3	21,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,5	-0,1	0,7	-1,6	0,1	0,0
14. Balanza comercial	2,9	3,7	3,9	4,3	5,8	5,6
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	2,4	-0,5	0,3	-0,6	-1,3	-0,5
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	18,0	18,0	18,7	18,8	19,7
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,1	25,1	24,6	22,2	21,6	21,0
18. Resultado económico del sector público no financiero	-1,6	-9,2	-8,6	-5,1	-4,4	-3,0
19. Saldo de deuda pública total	26,8	34,3	35,1	34,8	34,4	34,4
20. Saldo de deuda pública neta	13,0	22,8	22,5	25,6	24,0	25,7

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 2019 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

4/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera neta y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.

I. Sector externo

1. La recuperación de la economía global ha proseguido en los últimos meses en línea con la aplicación de estímulos monetarios y fiscales extraordinarios. Ello se ha reflejado en la recuperación de la actividad en el tercer trimestre y que habría continuado en lo que va del cuarto trimestre de acuerdo a diversos indicadores como ventas minoristas, comercio exterior y producción manufacturera y de servicios. En el mismo sentido, los mercados financieros y los precios de los *commodities* continuaron al alza por la mejora en las perspectivas de recuperación mundial y de crecimiento en China, la menor aversión global al riesgo y, recientemente, por los avances en torno a la vacuna contra el COVID-19 y la menor incertidumbre política en EUA.

En este contexto, se revisa, respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, la contracción estimada del PBI global para 2020, de 5,0 a 4,9 por ciento y se revisa ligeramente a la baja la proyección de recuperación para 2021, de 5,5 a 5,4 por ciento, debido al impacto temporal que tendría el rebrote del COVID-19 sobre la actividad económica. Para 2022 la economía mundial continuaría recuperándose con un crecimiento de 4,0 por ciento.

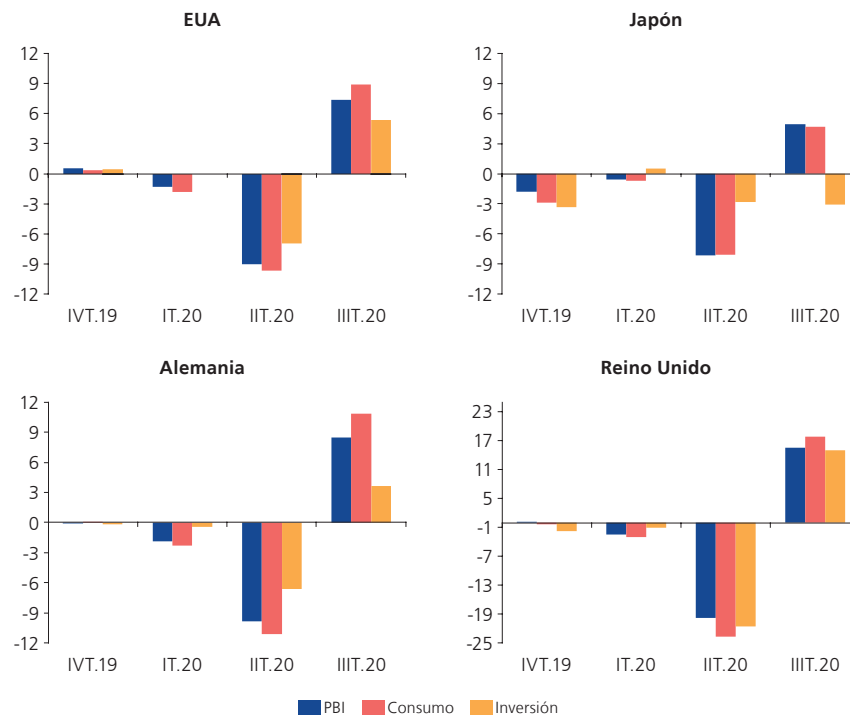
En este sentido, un rebrote más prolongado del COVID-19 es un factor de riesgo que podría afectar las perspectivas de crecimiento; por el contrario, la aplicación de la vacuna en un tiempo más corto que el previsto es un factor al alza. Las probabilidades de un escalamiento en las tensiones comerciales entre EUA y China han disminuido significativamente tras el resultado electoral de noviembre. Las complicaciones en las negociaciones entre Reino Unido y la Unión Europa y las dificultades para un acuerdo sobre estímulos fiscales adicionales en EUA, permanecen como factores de riesgos en la presente proyección.



Evolución reciente de la actividad económica global

2. **El producto bruto interno de las economías desarrolladas tuvo una recuperación importante en el tercer trimestre, que revierte parcialmente la caída sin precedentes del trimestre anterior.** Destaca la recuperación del consumo que responde a la mejora en el empleo, a la flexibilización de las restricciones a la movilidad social y a la aplicación de estímulos monetarios y fiscales.

Gráfico 1
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: INDICADORES DE GASTO
(Var. % trimestral)



Fuente: OCDE.

3. En el caso de **Estados Unidos**, el crecimiento del PBI fue 33,1 por ciento (tasa trimestral anualizada) en el tercer trimestre 2020, explicado en gran medida por la recuperación del consumo (en especial del sector servicios) y de la inversión (en particular la residencial). El dinamismo del sector vivienda se explica por las

bajas tasas de interés hipotecarias y por el desplazamiento de población hacia localidades menos expuestas a la pandemia.

Cuadro 1
ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO
(Tasas trimestrales anualizadas)

	1T.19	2T.19	3T.19	4T.19	1T.20	2T.20 3a	3T.20 1a rev.	3T.20 2a rev.
PBI	2,9	1,5	2,6	2,4	-5,0	-31,4	33,1	33,1
Consumo Personal	1,8	3,7	2,7	1,6	-6,9	-33,2	40,7	40,6
Duradero	1,0	12,7	6,3	3,1	-12,5	-1,7	82,2	82,9
No Duradero	3,3	5,3	3,1	-0,7	7,1	-15,0	28,8	30,6
Servicios	1,5	1,9	2,0	2,0	-9,8	-41,8	38,4	37,6
Inversión Bruta	3,9	-5,8	1,8	-3,7	-9,0	-46,6	83,0	84,9
Inversión Fija	2,9	-0,4	2,4	1,0	-1,4	-29,2	28,5	30,4
No Residencial	4,2	0,0	1,9	-0,3	-6,7	-27,2	20,3	21,8
Residencial	-1,7	-2,1	4,6	5,8	19,0	-35,6	59,3	62,3
Exportaciones	1,8	-4,5	0,8	3,4	-9,5	-64,4	59,7	60,5
Importaciones	-2,1	1,7	0,5	-7,5	-15,0	-54,1	91,1	93,1
Gasto de Gobierno	2,5	5,0	2,1	2,4	1,3	2,5	-4,5	-4,9
Memo								
Contribución de Inventarios	0,2	-1,0	-0,1	-0,8	-1,3	-3,5	6,6	6,6

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

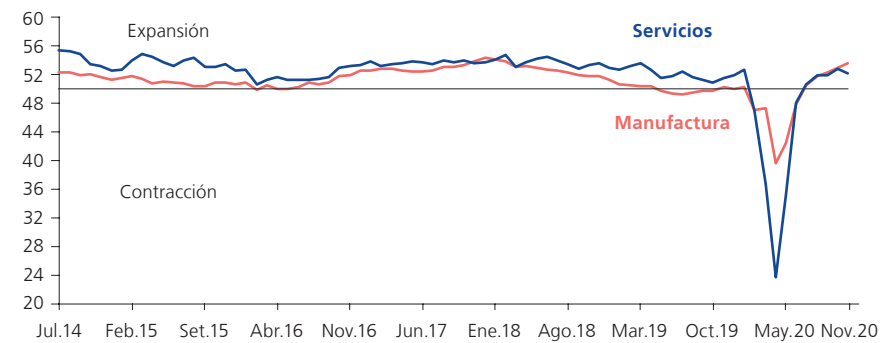
Entre las **economías emergentes**, destaca el crecimiento de **China**. El PBI se recuperó por segundo trimestre consecutivo, luego de la caída histórica en los primeros tres meses del año, y alcanza un nivel 3 por ciento mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2019. Adicionalmente a la recuperación del consumo y la inversión, se registró un crecimiento de las exportaciones (en particular de equipos médicos y de tecnología relacionada al trabajo remoto) y del gasto público. Por su parte, las economías de **América Latina** también registraron una evolución positiva en el tercer trimestre. Con ello, prosigue la evolución al alza observada desde mayo.

4. **Los indicadores de frecuencia mensual muestran que esta recuperación se ha mantenido durante el cuarto trimestre.** Los indicadores de producción de manufactura y servicios continuaron la tendencia al alza y alcanzaron en noviembre niveles máximos en tres años. Sin embargo, en algunas economías, en particular de Europa, estos indicadores han mostrado una ligera desaceleración ante el rebrote del COVID-19 y las medidas de contención adoptadas.





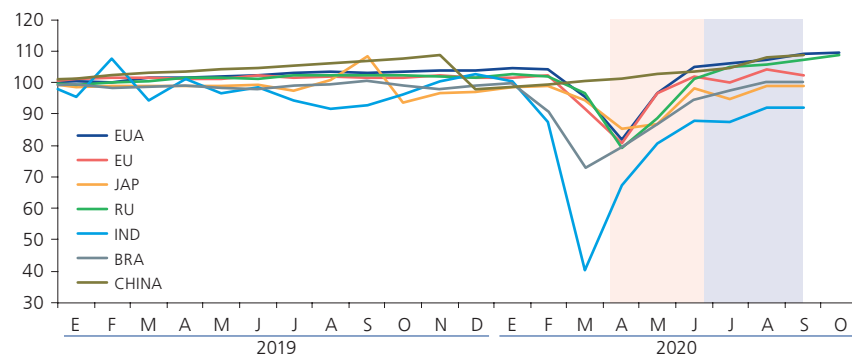
Gráfico 2
PMI GLOBAL MANUFACTURA Y SERVICIOS



Fuente: JPMorgan.

En el mismo sentido, otros indicadores de frecuencia mensual, como las ventas minoristas y la producción industrial sugieren que, aunque a ritmo más moderado, la recuperación continúa. Destaca el caso de las ventas minoristas en China, cuya tendencia al alza ha sido sostenida durante todo el año.

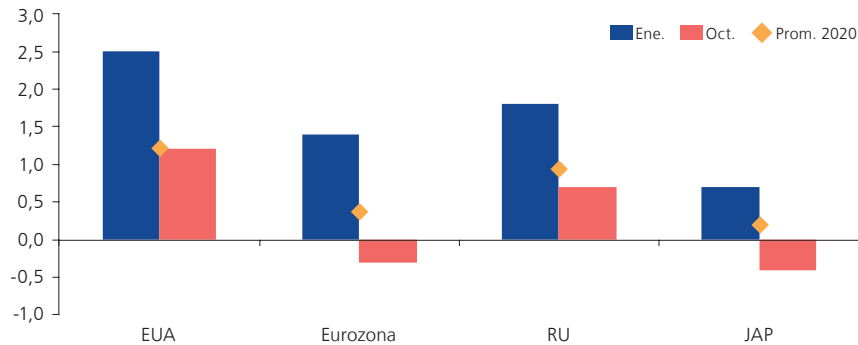
Gráfico 3
VENTAS MINORISTAS
Índice, diciembre 2018=100



Fuente: Investing y Trading Economics.

5. **Por su parte, la inflación se mantiene en niveles bajos reflejando la menor demanda agregada y la reversión de algunos choques de oferta ocasionados por la pandemia del COVID-19.** En las economías desarrolladas, la inflación se ha mantenido en niveles bajos e incluso por debajo de las metas de sus bancos centrales. Ello debido principalmente a los menores costos de energía y de precios de servicios. Destacan los casos de la Eurozona y Japón donde la inflación ha ido disminuyendo hasta registrar tasas negativas.

Gráfico 4
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: INFLACIÓN
(En %)



Fuente: Trading Economics.

Esta tendencia a la baja difiere de lo observado en varias economías emergentes donde la inflación se ha mantenido relativamente estable o presenta una ligera tendencia al alza. La recuperación de la demanda interna ha sido parcialmente compensada por la reversión de los choques de oferta observados al inicio de la pandemia. En el caso de los países de América Latina que mantienen un esquema de metas de inflación, la tasa de inflación se ubica dentro del rango meta o presenta ligeros desvíos por encima o por debajo del mismo.

Cuadro 2
AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN ANUAL

	Brasil	Chile	Colombia	México	Paraguay	Perú	Uruguay
Rango Meta:	3,0-5,0	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-6,0	1,0-3,0	3,0-7,0
Dic.18	3,75	2,60	3,18	4,83	3,20	2,19	7,96
Dic.19	4,31	3,00	3,80	2,83	2,81	1,90	8,79
Ene.20	4,19	3,50	3,62	3,24	2,81	1,89	8,71
Feb.20	4,01	3,90	3,72	3,70	2,41	1,90	8,32
Mar.20	3,30	3,70	3,86	3,25	2,50	1,82	9,16
Abr.20	2,40	3,40	3,51	2,15	2,02	1,72	10,86
May.20	1,88	2,80	2,85	2,84	0,67	1,78	11,05
Jun.20	2,13	2,60	2,19	3,33	0,48	1,60	10,36
Jul.20	2,31	2,50	1,97	3,62	1,05	1,86	10,13
Ago.20	2,44	2,40	1,88	4,05	1,63	1,69	9,79
Sep.20	3,14	3,10	1,97	4,01	1,62	1,82	9,92
Oct.20	3,92	3,00	1,75	4,09	1,71	1,72	9,74
Nov.20	n.d.	2,70	1,49	n.d.	2,18	2,14	9,59

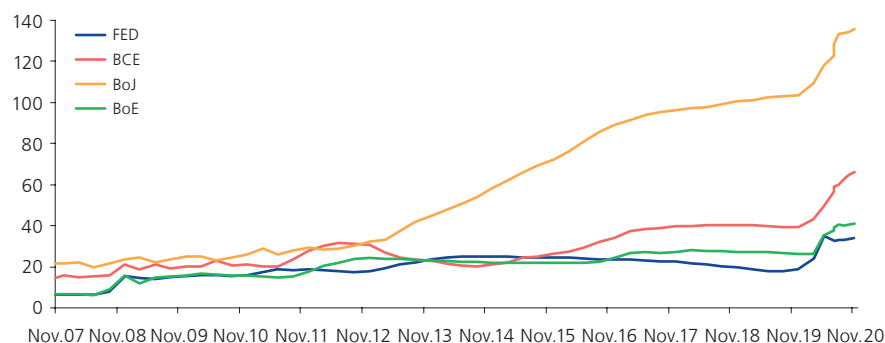
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.





6. **En este contexto de recuperación gradual y de presiones inflacionarias controladas, las políticas monetarias y fiscales han seguido siendo expansivas.** Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantuvieron sus tasas en niveles mínimos históricos y continuaron con el apoyo crediticio y con los programas de compra de activos.

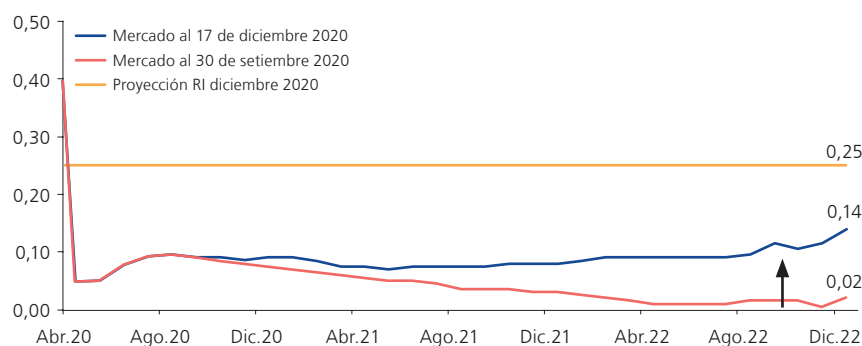
Gráfico 5
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Porcentaje PBI)



Fuente: Bancos Centrales.

La Reserva Federal de EUA (Fed) decidió mantener las tasas en 0-0,25 por ciento y su programa de expansión del balance a través de programas de compras y facilidades crediticias. En la reunión del 4-5 de noviembre y en la del 15-16 de diciembre, ratificó que mantendrá una posición expansiva hasta lograr los nuevos objetivos de empleo e inflación. La institución mencionó que la actividad económica continúa recuperándose, pero que mayores estímulos monetarios podrían ser necesarios. Señaló además que la actividad se vería afectada por el rebrote del COVID-19 y que las implicancias de una vacunación masiva están aún por evaluarse.

Gráfico 6
FED: TASAS PROYECTADAS Y EXPECTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Fed, BCRP y Reuters.

En cuanto a las proyecciones, se revisó al alza el crecimiento económico para 2020-2022 (a la baja para 2023); se bajó el desempleo para los próximos 3 años; y, se revisó ligeramente al alza la inflación para 2021-2022.

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

	2020		2021		2022		2023		Largo plazo	
	Set.20	Dic.20	Set.20	Dic.20	Set.20	Dic.20	Set.20	Dic.20	Set.20	Dic.20
Crecimiento	-3,7	-2,4	4,0	4,2	3,0	3,2	2,5	2,4	1,9	1,8
Tasa de desempleo	7,6	6,7	5,5	5,0	4,6	4,2	4,0	3,7	4,1	4,1
Inflación (PCE)	1,2	1,2	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,5	1,4	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
Tasa de interés (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	2,5
Rango de tasas de interés (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1-0,6	0,1-0,4	0,1-1,4	0,1-1,1	2,0-3,0	2,0-3,0

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

Asimismo, el BCE mantuvo sus tasas en los niveles mínimos históricos y reforzó el estímulo de su política monetaria a través del programa de emergencia de compra de activos *Pandemic Emergency Purchase Program* (por €1,85 billones) y de la extensión de la facilidad de liquidez para los bancos (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations-TLTRO*). Por su parte, el Banco de Inglaterra aumentó el saldo de compra de bonos públicos (de €725 a €875 mil millones); y el Banco de Japón siguió con su programa de compras de bonos consistente con la meta de mantener tasas nulas en los tramos largos de la curva.

Sin embargo, en materia de **política fiscal**, hubo algunos impases que han retrasado la implementación de nuevos estímulos. En el congreso de EUA, los miembros de los partidos demócrata y republicano no aprobaron un nuevo paquete de estímulo debido, entre otros aspectos, a desacuerdos sobre la magnitud del mismo y sobre el apoyo a los gobiernos estatales y locales. A pesar de ello, durante la primera semana de diciembre se reanudaron las negociaciones por un posible nuevo paquete de al menos US\$ 900 mil millones. En la Unión Europea, el plan del Fondo de Recuperación por €750 mil millones (de los cuales €390 mil millones corresponden a subvenciones y €360 mil millones a préstamos) ha sido cuestionado por Hungría y Polonia, por la condicionalidad de los desembolsos a la protección del estado de derecho.

Perspectivas de la actividad económica global

7. **La recuperación de los últimos meses ha llevado a una revisión al alza en la proyección de crecimiento global para 2020.** La contracción estimada





para 2020 de la economía mundial se ha revisado de 5,0 por ciento (en el Reporte de setiembre) a 4,9 por ciento. Esta revisión se explica principalmente por el mayor crecimiento previsto para China (1,5 a 1,7 por ciento) y por una menor contracción para América Latina (cuyas tasas se revisan de -7,9 a -7,7 por ciento).

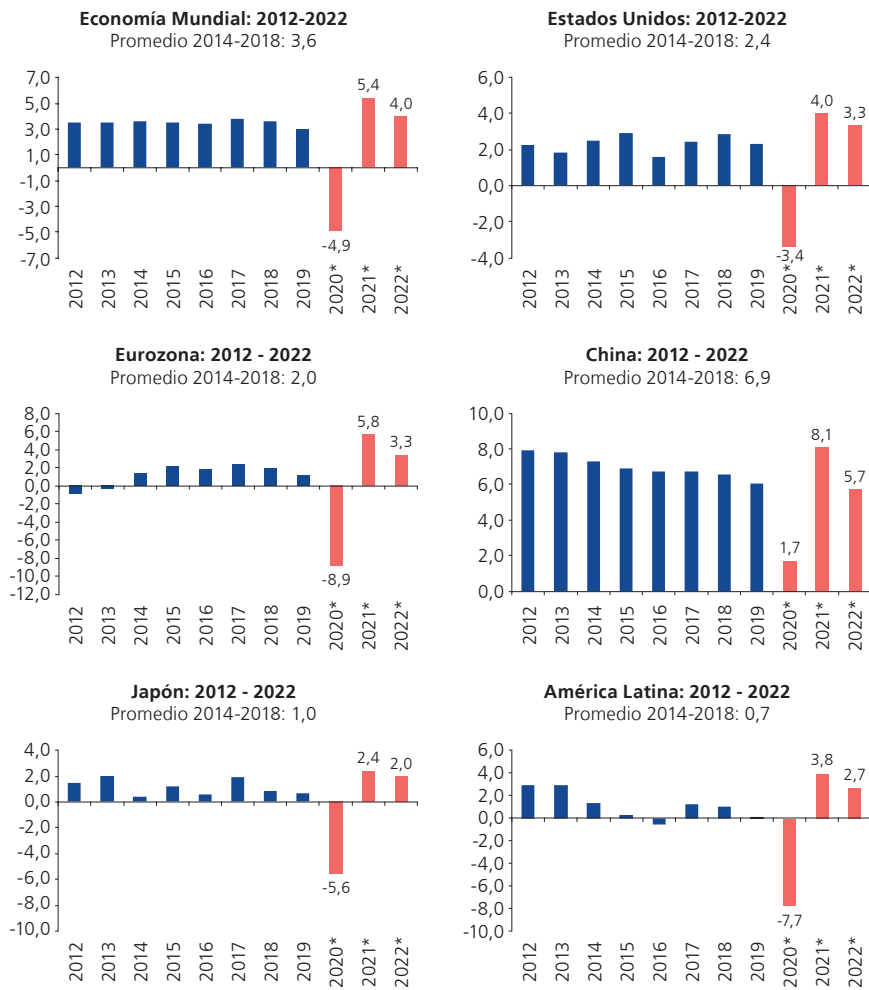
Cuadro 4
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP	2019	2020*		2021*		2022*
			RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Dic.
Economías desarrolladas	40,3	1,7	-6,5	-6,4	4,7	4,6	3,1
De las cuales							
1. Estados Unidos	15,1	2,3	-3,7	-3,4	4,0	4,0	3,3
2. Eurozona	11,2	1,2	-8,8	-8,9	6,0	5,8	3,3
3. Japón	4,1	0,7	-6,1	-5,6	2,4	2,4	2,0
4. Reino Unido	2,2	1,4	-10,4	-10,4	6,0	5,7	2,2
5. Canadá	1,3	1,6	-6,1	-5,7	4,0	4,0	3,5
6. Otros	6,4	1,7	-8,0	-8,1	5,1	4,6	3,1
Economías en desarrollo	59,7	3,7	-4,0	-3,9	5,9	5,9	4,5
De las cuales							
1. China	19,3	6,1	1,5	1,7	8,1	8,1	5,7
2. India	8,0	4,2	-10,2	-10,2	10,5	10,5	6,5
3. Rusia	3,1	1,3	-6,0	-5,5	3,5	3,2	2,4
4. América Latina y el Caribe	7,3	0,1	-7,9	-7,7	3,8	3,8	2,7
5. Otros	18,2	3,1	-6,2	-6,2	4,2	4,2	4,5
Economía Mundial	100,0	2,9	-5,0	-4,9	5,5	5,4	4,0

* Proyección.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.

Sin embargo, la proyección de crecimiento para el año 2021 se ha revisado ligeramente a la baja. La revisión incorpora el impacto que tendría las medidas de restricción adoptadas a raíz del rebrote del COVID-19, en particular en Europa. En el caso de América Latina, la recuperación de 2021 se ve limitada por el menor espacio para políticas expansivas y por las altas tasas de contagio del COVID-19. Para el año 2022 se estima un crecimiento de 4,0 por ciento; tasa, mayor a las observadas en los años previos a la pandemia, que refleja la recuperación gradual del consumo y del empleo, así como, el mantenimiento de políticas monetarias y fiscales expansivas en las principales economías.

Gráfico 7
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual real)



* Proyección.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.

Algunos riesgos a la baja de esta proyección central son similares a los señalados en el Reporte de setiembre.

En primer lugar, existe el riesgo de que el rebrote del COVID-19 se extienda más allá del primer trimestre de 2021 y afecte la recuperación económica. Ello, a su





vez, incrementa las probabilidades de impagos por parte de empresas altamente endeudadas y podría comprometer la sostenibilidad fiscal en países con altos niveles de deuda pública.

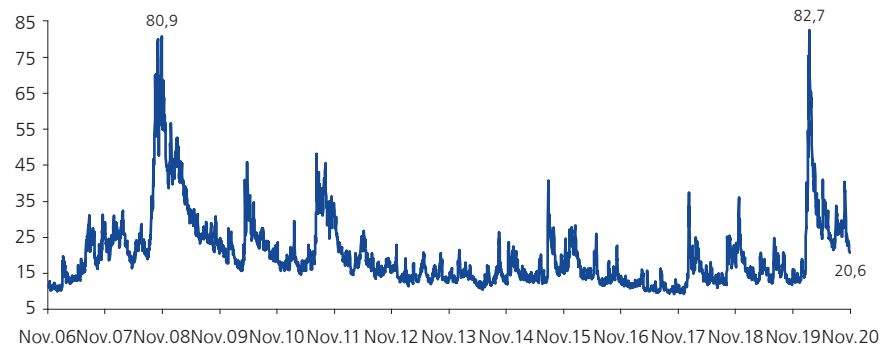
Sin embargo, la probabilidad de que este riesgo se materialice se ha reducido en el último mes debido a los avances en el desarrollo de la vacuna. Al cierre del presente Reporte, las empresas Astrazeneca, Moderna y Pfizer han tenido avances significativos con una efectividad superior al 95 por ciento. La introducción de una vacuna en los primeros meses podría no sólo revertir el rebrote señalado anteriormente, sino que podría introducir a futuro un sesgo al alza en las proyecciones de crecimiento.

Algunos riesgos señalados en el Reporte de Inflación de setiembre –como el agravamiento de las tensiones comerciales entre China y EUA o la incertidumbre respecto al proceso electoral en EUA– han reducido significativamente su probabilidad de ocurrencia.

Mercados financieros internacionales

8. Los mercados financieros se vieron favorecidos en octubre y noviembre por la recuperación económica global, el mantenimiento de los estímulos monetarios y fiscales, la culminación del proceso electoral de EUA y los avances de la vacuna contra el COVID-19 (que sobrepasaron las expectativas iniciales). Ello determinó una reducción significativa en la aversión al riesgo: el índice VIX alcanzó, durante noviembre, un valor de 20,6, el nivel más bajo desde febrero.

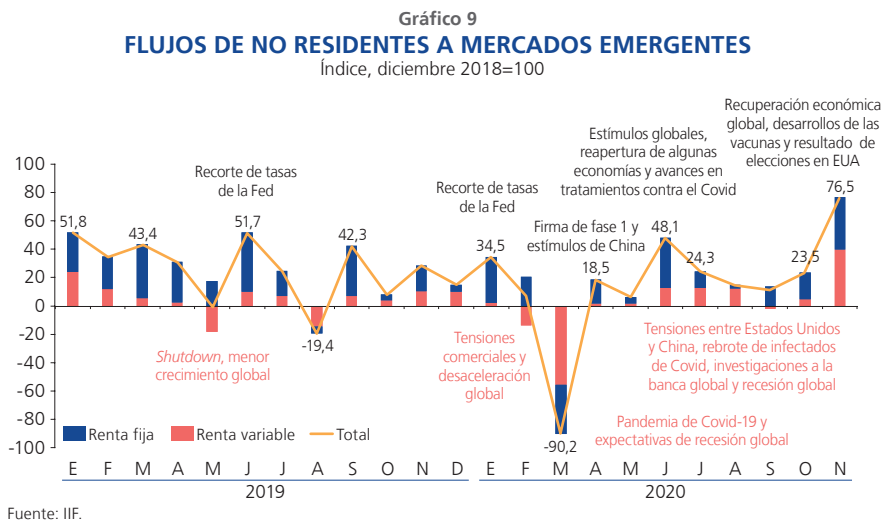
Gráfico 8
ÍNDICE VIX
(Volatilidad de EUA)



Fuente: Reuters.

Este entorno de menor aversión elevó la demanda de instrumentos de renta variable (acciones) y redujo la demanda por activos percibidos seguros como el dólar, los bonos del Tesoro de Estados Unidos y el oro, entre otros. El rebrote del COVID-19 en EUA y Europa, que llevó a la adopción de nuevas medidas de confinamiento, limitó esta tendencia.

- El mayor apetito por riesgo se reflejó también en el ingreso de los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Luego de la abrupta salida observada en marzo, se han registrado entradas netas de capitales desde abril, y en noviembre se evidenció un ingreso significativo a los mercados de renta fija y variable. La entrada de capitales, junto con el alza de los precios de los *commodities*, determinaron presiones apreciatorias sobre las monedas de la región.

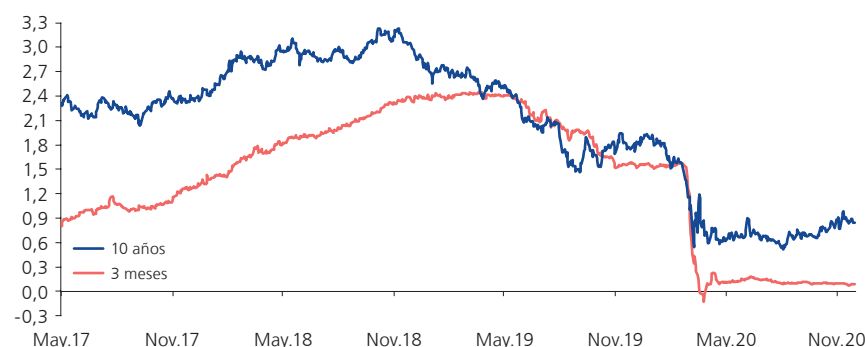


- En los **mercados de renta fija**, el rendimiento del bono a 10 años de Estados Unidos registró un incremento en línea con el mayor apetito por riesgo, la mejora de la actividad económica y el menor ruido político. El cambio de marco de política monetaria de la Fed —con una mayor tolerancia hacia desvíos temporales por encima de su meta— también influyó en la menor demanda de títulos de renta fija. En Europa, los rendimientos cayeron por el rebrote del COVID-19 y las nuevas medidas de confinamiento, por el mantenimiento de los estímulos monetarios y las dificultades en las negociaciones sobre el retiro del Reino Unido de la Unión Europea.





Gráfico 10
RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DE GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS
 (2017-2020)



Fuente: Reuters.

En las economías emergentes, la mayoría de rendimientos soberanos disminuyó en un contexto de reducción en las tasas de interés y de nuevos estímulos monetarios locales. Sin embargo, en algunos países se registraron choques idiosincráticos que compensaron esta tendencia; destaca el alza de Brasil, producto de la incertidumbre sobre el manejo fiscal y los altos niveles de deuda pública.

Cuadro 5
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.19	Set.20	Nov.20	Variación Nov./ Set.2020 (pbs.)	Variación acumulada 2020 (pbs.)
Estados Unidos	1,92	0,69	0,84	16	-108
Alemania	-0,19	-0,52	-0,57	-5	-38
Francia	0,12	-0,24	-0,33	-8	-44
Italia	1,41	0,87	0,63	-24	-78
España	0,46	0,25	0,08	-17	-38
Grecia	1,43	1,02	0,63	-39	-80
Gran Bretaña	0,82	0,23	0,30	8	-51
Japón	-0,02	0,01	0,03	2	5
Brasil	6,79	7,65	7,95	31	117
Colombia	6,34	5,68	5,51	-17	-83
Chile	3,17	2,67	2,79	12	-38
México	6,89	6,11	5,78	-33	-111
Perú	4,62	4,33	3,92	-41	-70
Sudáfrica	9,02	9,42	8,97	-45	-4
India	6,56	6,01	5,91	-10	-64
Turquía	11,97	12,83	11,91	-92	-6
Rusia	6,36	6,25	5,83	-42	-53
China	3,14	3,15	3,27	13	13
Corea del Sur	1,67	1,43	1,66	24	-1
Indonesia	7,04	6,93	6,16	-77	-88
Tailandia	1,47	1,32	1,31	-1	-17
Malasia	3,31	2,68	2,76	9	-55
Filipinas	4,53	3,12	2,92	-20	-161

11. En los **mercados de renta variable**, las bolsas subieron de forma generalizada y continuaron con la recuperación observada en los últimos meses. En algunos casos, como EUA y China, las bolsas registran ganancias en lo que va del año. En el caso de Estados Unidos y Europa, a la mejora de la actividad económica se sumó la publicación de utilidades corporativas mejores que lo esperado durante el tercer trimestre. Cabe destacar que las bolsas de Estados Unidos alcanzaron máximos históricos.

En el caso de las economías emergentes, las bolsas también registraron ganancias respaldadas por el incremento del precio de los *commodities* y por los estímulos domésticos; sin embargo, la mayoría de índices bursátiles se encuentran por debajo de los niveles del año previo.

Cuadro 6
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.19	Set.20	Nov.20	Variación Nov./ Set.2020 (%)	Variación acumulada 2020 (%)
VIX*	S&P 500	13,78	26,37	20,57	-5,8	6,8
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	26 502	29 639	11,8	3,9
Estados Unidos	S&P 500	3 231	3 363	3 622	7,7	12,1
Alemania	DAX	13 249	12 761	13 291	4,2	0,3
Francia	CAC 40	5 978	4 803	5 519	14,9	-7,7
Italia	FTSE MIB	23 506	19 015	22 061	16,0	-6,1
España	IBEX 35	9 549	6 717	8 077	20,3	-15,4
Grecia	ASE	917	625	737	18,0	-19,6
Reino Unido	FTSE 100	7 542	5 866	6 266	6,8	-16,9
Japón	Nikkei 225	23 657	23 185	26 434	14,0	11,7
Brasil	Ibovespa	115 645	94 603	108 893	15,1	-5,8
Colombia	COLCAP	1 662	1 172	1 258	7,3	-24,3
Chile	IPSA	4 670	3 637	4 033	10,9	-13,6
México	IPC	43 541	37 459	41 779	11,5	-4,0
Argentina	Merval	41 671	41 261	54 573	32,3	31,0
Perú	Ind. Gral.	20 526	17 949	19 797	10,3	-3,6
Sudáfrica	JSE	57 084	54 265	57 092	5,2	0,0
India	Nifty 50	12 168	11 248	12 969	15,3	6,6
Turquía	XU100	1 144	1 145	1 284	12,1	12,2
Rusia	RTS	1 549	1 179	1 282	8,8	-17,2
China	Shangai C.	3 050	3 218	3 392	5,4	11,2
Corea Del Sur	KOSPI	2 198	2 328	2 591	11,3	17,9
Indonesia	JCI	6 300	4 870	5 612	15,2	-10,9
Tailandia	SET	1 580	1 237	1 408	13,8	-10,9
Malasia	KLCI	1 589	1 505	1 563	3,8	-1,6
Filipinas	Psei	7 815	5 864	6 791	15,8	-13,1

* Datos y variación en puntos.

12. Respecto a los **mercados cambiarios**, la menor aversión al riesgo y la posición monetaria expansiva de la Fed llevó a una depreciación del dólar frente a la canasta de principales divisas. Destaca la apreciación del euro (por expectativas de estímulos fiscales conjuntos), de la libra esterlina (durante los periodos en que se registraron avances en torno a las negociaciones del *Brexit*) y del yen (por mejora de la actividad económica en el país asiático).



Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.19	Set.20	Nov.20	Variación Nov./ Set.2020 (%)*	Variación acumulada 2020(%)*
Índice dólar**	US Dollar Index	96,39	93,89	91,87	-2,1	-4,7
Euro	Euro	1,121	1,172	1,194	1,9	6,5
Reino Unido	Libra	1,326	1,292	1,334	3,3	0,6
Japón	Yen	108,61	105,45	104,29	-1,1	-4,0
Brasil	Real	4,019	5,611	5,332	-5,0	32,7
Colombia	Peso	3285	3825	3594	-6,0	9,4
Chile	Peso	752	785	761	-3,1	1,2
México	Peso	18,93	22,10	20,15	-8,8	6,5
Argentina	Peso	59,86	76,17	81,30	6,7	35,8
Perú	Sol	3,315	3,600	3,608	0,2	8,8
Sudáfrica	Rand	13,99	16,73	15,44	-7,7	10,3
India	Rupia	71,35	73,56	73,99	0,6	3,7
Turquía	Lira	5,95	7,72	7,82	1,4	31,6
Rusia	Rublo	61,92	77,53	76,33	-1,5	23,3
China	Yuan (onshore)	6,962	6,790	6,576	-3,1	-5,5
Corea Del Sur	Won	1154	1165	1110	-4,7	-3,9
Indonesia	Rupia	13880	14840	14090	-5,1	1,5
Tailandia	Bath	29,76	31,60	30,28	-4,2	1,7
Malasia	Ringgit	4,089	4,153	4,073	-1,9	-0,4
Filipinas	Peso	50,65	48,47	48,10	-0,8	-5,0

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

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

Por su parte, la mayoría de las monedas emergentes se vio favorecida por la tendencia global, por los mayores precios de *commodities* y por las entradas de capitales. Excepciones a esta tendencia se registraron en el caso del peso argentino, por restricciones en los mercados de divisas e incremento de la inflación, y de la lira turca, por ruido político.

- Los **precios de la mayoría de *commodities*** continuaron con la tendencia al alza de los meses previos, en línea con la mayor recuperación de la actividad económica (en particular de China), la depreciación del dólar y restricciones de oferta en algunos productos.

a. Cobre

En noviembre, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 3,20, mayor en 5 por ciento a la registrada en setiembre de 2019, con lo que mantuvo su tendencia al alza señalada en el Reporte de setiembre. En lo que va del año, el precio del cobre acumula un incremento de 16 por ciento respecto a diciembre de 2019.

Las presiones al alza se explican, en primer lugar, por la mayor demanda de China, país que representa alrededor del 50 por ciento del consumo global, ante la mayor actividad del sector manufacturero, la recomposición de inventarios y

la prohibición de las importaciones de cobre reciclado. Esta demanda china se ha visto reforzada, además, por la sostenida apreciación del yuan.

Por el lado de la oferta, la cotización se vio apoyada por algunos choques en el mercado de concentrados asociados a la crisis del COVID-19 y a regulaciones medio ambientales. Entre estos choques destaca la suspensión temporal de refinerías en India y Zambia.

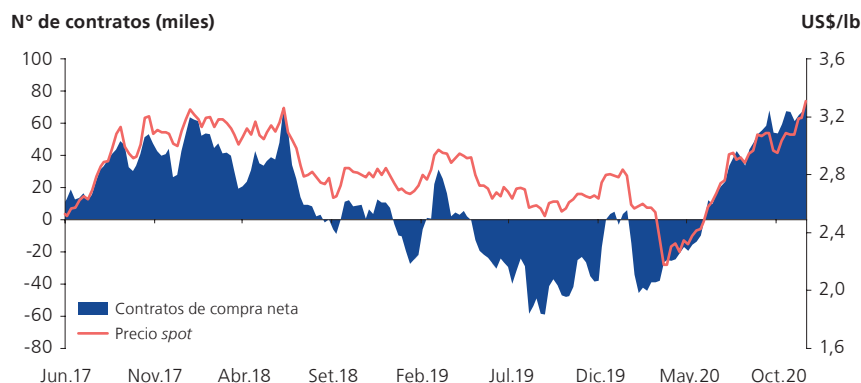
Cuadro 8
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017	2018	2019 2/	2020 2/	2021 2/	Ene.-Ago. 2019	Ene.-Ago. 2020	Var. %
Producción Minera Global	20 393	20 058	20 565	20 528	20 223	21 151	13 471	13 360	-0,8%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 356	23 548	24 058	24 047	24 434	24 815	15 893	16 076	1,2%
Utilización Global de Refinados	23 487	23 705	24 484	24 427	24 486	24 745	16 195	16 369	1,1%
Balance de Refinados 1/	-131	-157	-426	-381	-52	69	-302	-293	

1/ El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.
2/ Reporte del ICSG de noviembre de 2020 y la proyección de octubre de 2020.
Fuente: ICSG

Asimismo, la demanda no comercial sigue siendo apoyada por la debilidad del dólar, la menor aversión al riesgo y el aumento de la liquidez global. Desde el último Reporte de Inflación, las posiciones no comerciales de compra neta han continuado la tendencia al alza y registran niveles cercanos a los máximos históricos alcanzados en junio de 2018.

Gráfico 11
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES



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

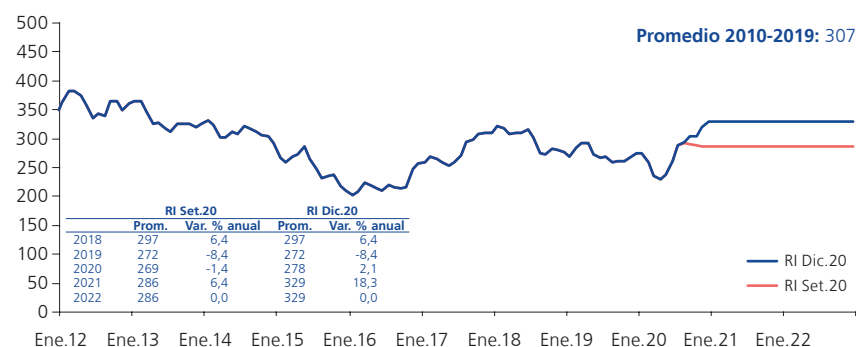
En este contexto, se espera que el precio del cobre se ubique por encima del nivel del Reporte de Inflación previo en el horizonte de proyección. Este escenario





asume, además, que la mayor producción asociada a proyectos de inversión se materializa principalmente hacia fines del horizonte de proyección. Sin embargo, la evolución del balance de oferta y demanda global dependerá, entre otros factores, del crecimiento global, de la evolución del dólar en los mercados internacionales (en particular frente al yuan) y de las políticas sobre la importación de cobre reciclado.

Gráfico 12
COBRE: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

b. Zinc

Al igual que el cobre, la cotización del **zinc** siguió con la tendencia al alza de los meses previos. Entre setiembre y noviembre, la cotización internacional del zinc aumentó 9 por ciento; con ello acumula un incremento de 17 por ciento en lo que va del año.

La cotización del zinc estuvo impulsada por la recuperación de la actividad económica, en China y en las principales economías desarrolladas, y por la escasez de concentrados de zinc que ha presionado a la baja los márgenes de las refinerías. Los niveles de inventarios en *London Metal Exchange* (LME), a pesar de la ligera recuperación reciente, permanecen en niveles no observados desde 1990.

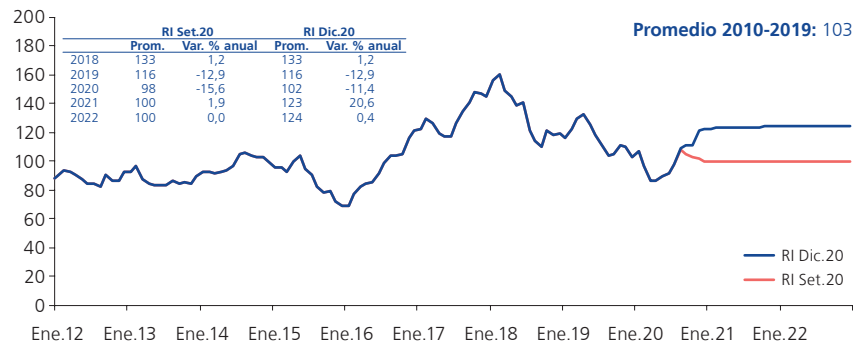
Cuadro 9
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Ene.-Set.		
							2019	2020	Var.%
Producción Minera Global	12 668	12 681	12 820	12 894	12 330	13 140	9 557	8 886	-7,0%
Producción Global de Refinados	13 560	13 486	13 102	13 480	13 600	13 988	9 935	9 977	0,4%
Utilización Global de Refinados	13 665	13 953	13 658	13 707	12 980	13 524	10 132	9 540	-5,8%
Balance de Refinados (en miles)	-105	-467	-556	-226	620	463	-197	437	

Fuente: ILZSG, Reporte de noviembre de 2020 y proyección de octubre de 2020.

Con esta evolución, se estima que el precio del zinc se ubique por encima de lo estimado en el Reporte anterior. Sin embargo, hacia 2022, los precios se mantendrán relativamente estables. La proyección presenta riesgos a la baja asociados al ingreso previsto de nueva capacidad de producción global de mina y de refinación. Parte de esta mayor capacidad reflejaría la adecuación, por parte de las fundiciones chinas, a las nuevas regulaciones medioambientales del gobierno; ello permitiría que –luego de cuatro años de déficit– el mercado global de zinc refinado comience a registrar un superávit de oferta.

Gráfico 13
ZINC: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(ctv. US\$/lb.)

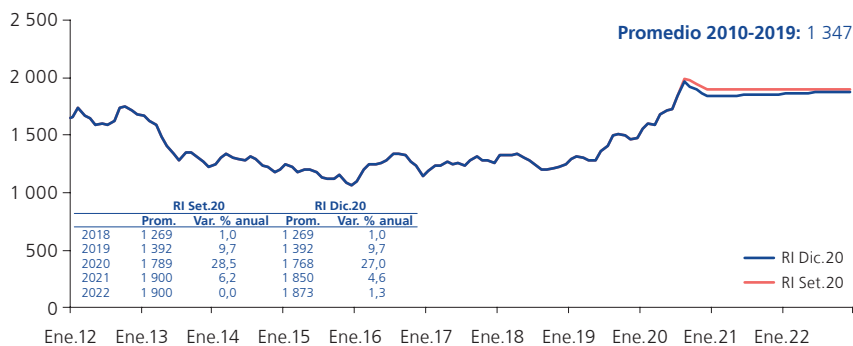


Fuente: Reuters y BCRP.

c. Oro

En noviembre, la cotización promedio del **oro** (US\$/oz.tr. 1 863) disminuyó 3 por ciento respecto a setiembre. Con ello, la cotización atenuó su tendencia al alza en los meses previos y acumula un incremento de 26 por ciento en lo que va de 2020.

Gráfico 14
ORO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.





La cotización del oro cayó por una menor demanda como activo de refugio ante la menor aversión global al riesgo dado los avances en el desarrollo de las vacunas contra el COVID-19 y el resultado electoral en EUA.

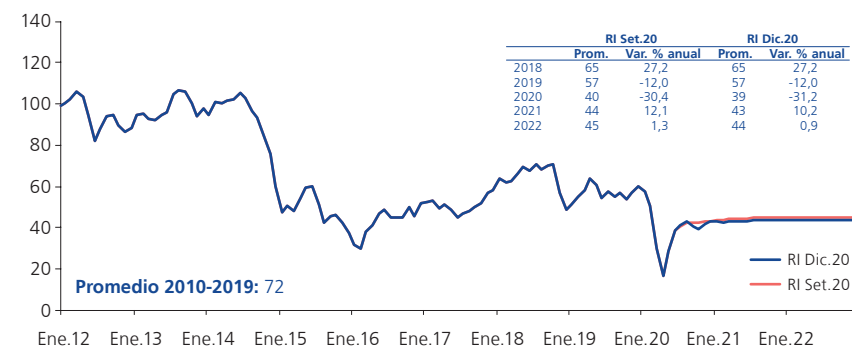
En línea con la evolución reciente, se revisa ligeramente a la baja la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de setiembre. Los principales factores de riesgo en este escenario continúan siendo la política monetaria de la Fed y los riesgos geopolíticos, en particular aquellos vinculados a las relaciones entre China y EUA, y a los desarrollos de las negociaciones del *Brexit*.

d. Petróleo

En noviembre de 2020, la cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó 4 por ciento respecto a setiembre y alcanzó un promedio mensual de US\$/bl. 41. Sin embargo, respecto a diciembre de 2019, el precio del petróleo registra una caída de 31 por ciento.

El precio del petróleo mostró una ligera recuperación, respecto a setiembre, en línea con la recuperación de la actividad y con los desarrollos favorables en torno a la vacuna del COVID-19 que ha mejorado las perspectivas de una serie de actividades altamente demandantes de combustibles (transportes, viajes y otras industrias de alto consumo de energía). A ello se sumó la decisión de la OPEP+ de aumentar, a partir de enero, su producción en un monto menor al previsto, dada la sobreoferta en el mercado.

Gráfico 15
PETRÓLEO WTI: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/bl)



Fuente: Reuters y BCRP.

Sin embargo, hacia el cierre del presente Reporte, la cotización se ha visto afectada por las medidas de cuarentena en diversas regiones de Estados Unidos y Europa para contener la segunda ola del COVID-19. También ha generado presiones a la baja el retorno de la producción de Libia, (prácticamente paralizada desde enero).

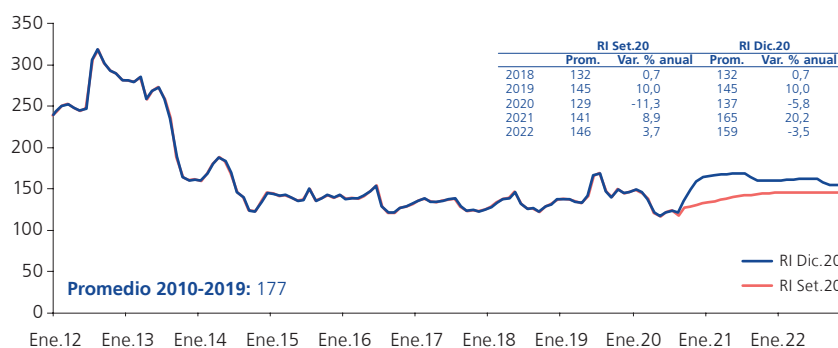
En línea con estos desarrollos, se revisa ligeramente a la baja la proyección de precios del petróleo. El principal factor de incertidumbre en esta proyección se vincula a la evolución de la pandemia del COVID-19. Por un lado, los rebrotes suponen un sesgo a la baja en la demanda, pero, por otro, los avances de la vacuna podrían suponer una normalización, antes de lo previsto, de una serie de actividades altamente demandantes de energía.

e. Precio de los granos

La cotización del **maíz** aumentó 18 por ciento entre setiembre y noviembre, y con ello revierte la caída registrada en los primeros nueve meses del año. En lo que va de 2020, la cotización registra un incremento de 9 por ciento.

La cotización del maíz aumentó por señales de un mercado global más ajustado. El USDA estima que los inventarios globales de maíz disminuirán 3,9 por ciento en la temporada 2020/21, cuarta caída anual consecutiva. La causa principal es una demanda china mayor a la esperada en el Reporte de Inflación anterior en respuesta a la reducción de los inventarios y a la ejecución de lo establecido en el acuerdo comercial con EUA (denominado acuerdo fase uno). El comportamiento alcista se vio reforzado por las expectativas de que el Fenómeno de la Niña afecte el cultivo de maíz en Brasil y Argentina.

Gráfico 16
MAÍZ: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

En línea con estos desarrollos, la proyección del precio del maíz se incrementa respecto al Reporte de setiembre. Un riesgo potencial para esta proyección es el posible fortalecimiento del Fenómeno de La Niña que intensificaría el clima seco sobre las regiones productoras de Brasil y Argentina y que, de prolongarse, podría afectar también a los países productores del hemisferio norte. Además, existe incertidumbre sobre el cumplimiento futuro de los acuerdos comerciales



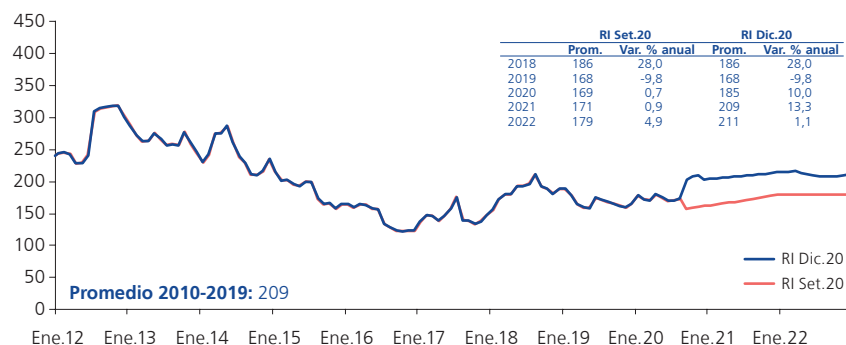


entre China y EUA. Otro riesgo importante es un posible rebrote del COVID-19 que mantendría deprimida la demanda, en particular de la industria del etanol.

La cotización del **trigo** alcanzó un promedio mensual de US\$/TM 211 en noviembre de 2020, mayor en 4 por ciento a la cotización de setiembre. Con ello, respecto a diciembre 2019, la cotización del trigo acumula un incremento de 27 por ciento.

Los precios del trigo estuvieron presionados al alza por los temores de que el Fenómeno de La Niña afecte el rendimiento del cultivo de invierno en Estados Unidos. Este factor se sumó a la caída de la superficie sembrada en EUA (a niveles mínimos de un siglo) reseñada en el Reporte de setiembre. Se estima que, en este contexto, los inventarios de EUA disminuyan a un nivel mínimo de seis temporadas. Asimismo, varios países de la Unión Europea registraron el impacto de la sequía en sus cultivos. Hacia el cierre del presente Reporte, esta tendencia al alza se vio limitada por las medidas adoptadas frente al rebrote de COVID-19 en Europa y EUA. Estos choques de oferta han llevado a una revisión al alza en las proyecciones.

Gráfico 17
TRIGO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



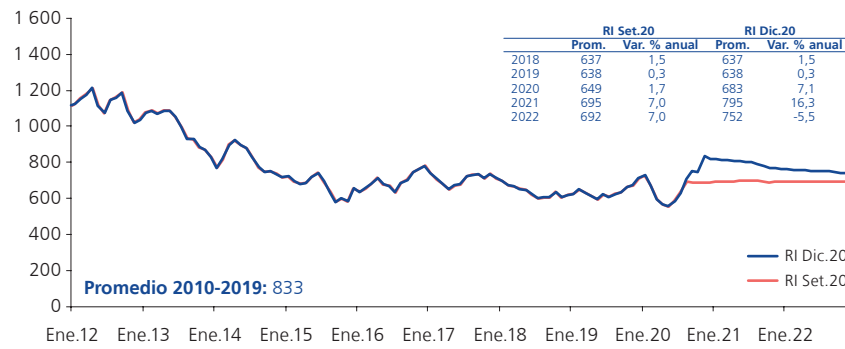
Fuente: Reuters y BCRP.

La cotización promedio del **aceite de soya** aumentó 11 por ciento entre setiembre y noviembre y alcanzó los US\$/TM 837. Con ello, el precio promedio del aceite de soya acumuló un incremento de 17 por ciento respecto a diciembre de 2019.

La cotización del aceite de soya aumentó en respuesta a la reapertura de la economía mundial y a restricciones de la producción de los principales países exportadores (en particular Brasil). A ello se sumó el aumento del precio del aceite de palma –sustituto del aceite de soya– a causa de la menor producción y la recuperación del precio del petróleo. Considerando estos desarrollos recientes,

se proyecta que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte anterior.

Gráfico 18
ACEITE DE SOYA: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.





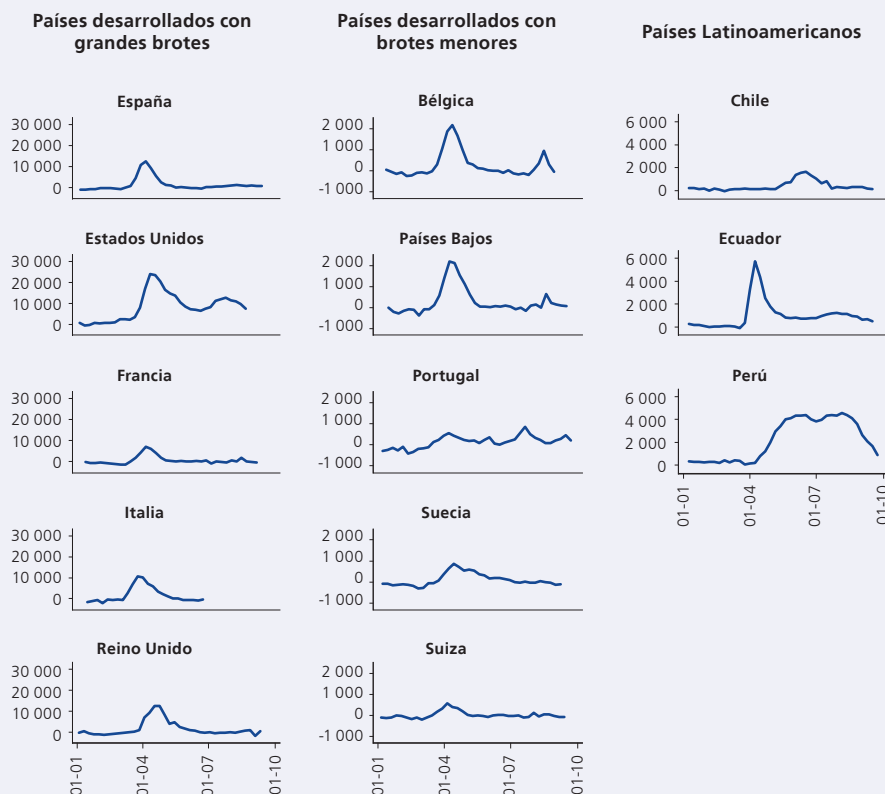
Recuadro 1 SEGUNDA OLA DE COVID-19 EN EL MUNDO: RETOS PARA LAS POLÍTICAS EN EL PERÚ

En este recuadro se revisan los principales factores que propiciaron una segunda ola de contagios del COVID-19 en varios países, sus características sanitarias y las medidas adoptadas como respuesta.

La segunda ola

Desde agosto de 2020, en diversas partes del mundo, particularmente en Europa, se observa una segunda ola de contagios de COVID-19. Incluso, en otras regiones, como Estados Unidos, Irán y algunos países de Asia, ya se empieza a reportar una tercera ola. La identificación de una segunda ola de contagios en una pandemia, se basa en el aumento sostenido del número de nuevos infectados y fallecidos, así como una saturación o colapso del sistema de salud. Por ejemplo, en el caso de la pandemia de influenza de 1918 la segunda ola fue incluso más letal que la primera.

EXCESO DE MUERTES EN PAÍSES SELECCIONADOS



Nota: Datos semanales desde el 15 de Enero de 2020.
Fuente: Financial Times.

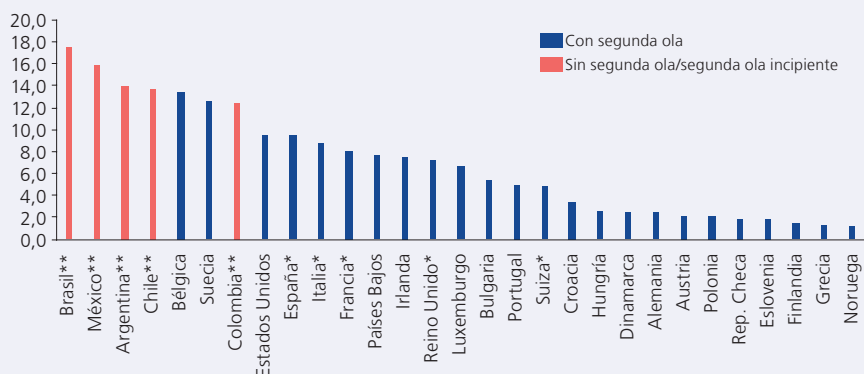
La ocurrencia de una segunda ola se fundamenta en la cantidad de individuos que son susceptibles a contraer la enfermedad, es decir, aquellos que todavía no se han contagiado. Si bien aún no se cuenta con información definitiva sobre la probabilidad de reinfección, los expertos a nivel mundial indican que, por el momento, los casos reportados responden a fenómenos aislados. Por ello, con la información disponible, se considera que la población susceptible es aquella que aún no ha contraído la enfermedad.

En Europa, las restricciones a la movilidad permitieron controlar la pandemia durante varios meses; sin embargo, minimizar el contagio implicó mantener un mayor número de individuos susceptibles, entre los cuales se presenta actualmente la segunda ola. Un referente clave para analizar la evolución de la pandemia es la estadística de exceso de muertes. Como se puede observar en el gráfico anterior, luego de amplios brotes en marzo y abril, los países europeos controlaron el contagio y en algunos casos el exceso de muertes regresó a niveles pre pandemia. Ante el relajamiento de las medidas sanitarias, parte de la población susceptible se ha visto expuesta al virus, lo cual incrementó el contagio a niveles superiores a los observados durante la primera ola.

Una medida para analizar el porcentaje de población susceptible es el uso de estimaciones de la población que ha sido contagiada, en base a los datos conocidos sobre las características de la enfermedad. Así, se tienen estimados de la población que -en teoría- habría estado contagiada antes del nuevo incremento de casos, como se muestra en el siguiente gráfico.

ESTIMADOS DE POBLACIÓN CONTAGIADA POR COVID-19 AL INICIO DE SEGUNDA OLA EN PAÍSES SELECCIONADOS

(Porcentaje de la población, al 1 de setiembre de 2020)



* Para estos países, el estimado del total de infectados se reporta al 1 de agosto, ya que alrededor de esta fecha el número de nuevos casos comenzó a acelerarse.

** Para los países latinoamericanos sin una segunda ola o con una muy incipiente se reporta el estimado de contagiados al 1 de octubre, dado que la pandemia llegó a esta región más tarde.

Fuente: <https://covid19-projections.com/>

Otro método para cuantificar la proporción de la población que ha sido contagiada en un espacio geográfico determinado es la realización de estudios de seroprevalencia. Un estudio de este tipo implica realizar un muestreo estadístico entre la población para la aplicación de pruebas serológicas, o de anticuerpos, que identifican los rastros que el virus deja en





la sangre. En el Perú, el Ministerio de Salud (MINSA) ha llevado a cabo estos estudios en diferentes regiones del país durante el mes de octubre.

Así, los estimados de población contagiada en las diferentes regiones del Perú, exceden los estimados de contagio para Europa y Estados Unidos antes del inicio de la segunda ola. De acuerdo a fuentes oficiales, 39,5 por ciento de la población de Lima y Callao habría estado contagiada con COVID-19. En tanto, las estimaciones contenidas en el “Documento Técnico: Plan de preparación y respuesta ante una posible segunda ola pandémica por COVID-19 en el Perú”¹ indican que en Lima Metropolitana la población contagiada alcanzaría el 40 por ciento, mientras que, en regiones más afectadas por la pandemia como Loreto, la población contagiada alcanzaría el 75 por ciento. Por su parte, la región con el menor porcentaje de población contagiada sería Pasco con 15 por ciento.

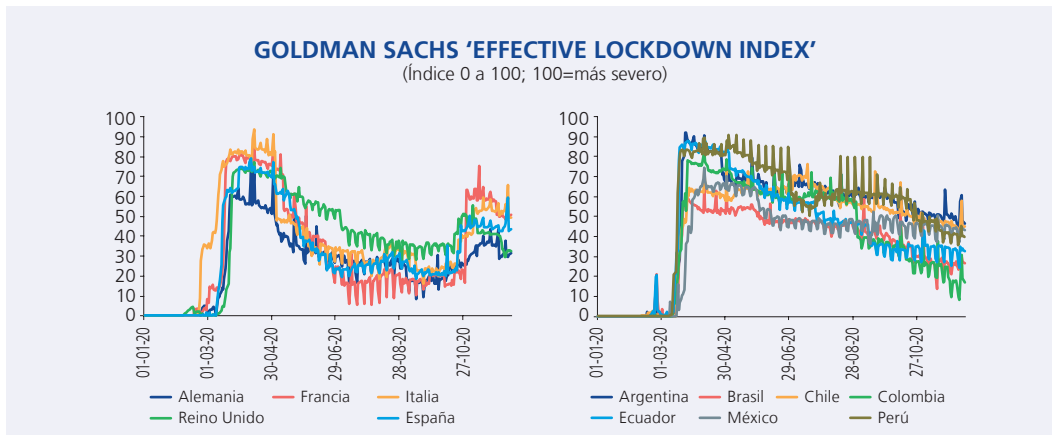
Esto es importante, ya que los expertos en inmunología indican que, bajo la experiencia de otros tipos de coronavirus, la inmunidad de manada se alcanzaría a partir de alrededor de 60 por ciento de la población contagiada. La inmunidad de manada es aquel nivel de contagio en el cual la propagación del virus se hace más difícil puesto que el número de individuos susceptibles es menor.

Además del número de individuos susceptibles, la aparición de una segunda ola se ve influenciada también por la relajación de las medidas de protección sanitarias y la velocidad de liberación de las medidas de confinamiento (reinicio de actividades económicas, realización de clases presenciales, entre otros). Así, por ejemplo, al inicio de la pandemia la ciudad de Nueva York fue uno de los grandes focos de contagio, así como varias ciudades en Europa como Madrid. Sin embargo, en Madrid la reactivación económica llevó a una rápida apertura de locales para actividades de esparcimiento (bares y restaurantes), mientras que en Nueva York se impusieron fuertes medidas sanitarias, y se restringió la operación en restaurantes que no fuesen al aire libre. Posteriormente, a fines de setiembre Nueva York reinició las actividades en locales cerrados, pero con ventilación adecuada, y con un aforo al 25 por ciento.

Perú adoptó una de las medidas de cuarentena obligatoria más severas a nivel mundial para hacer frente a la pandemia. Ello se ve reflejado en el índice de confinamiento efectivo elaborado por Goldman Sachs², que indica que Perú continuó registrando restricciones más severas que Europa y que otros países de América Latina hasta octubre. La segunda ola de contagios en Europa ha conllevado un incremento en las restricciones a la movilidad en algunos países de dicha región a partir de noviembre. Es por ello que ahora el indicador de confinamiento efectivo para países como Francia, Italia y España se encuentra por encima del índice de Perú. Sin embargo, el nivel de restricciones en Perú hasta inicios de diciembre se ha mantenido por encima a lo observado en Europa durante el verano boreal, cuando se presume se dieron las condiciones para la segunda ola de contagios.

1 Resolución Ministerial N° 928-2020-MINSA, publicada el 10 de noviembre de 2020.

2 El índice de Goldman Sachs es un promedio del índice de Oxford (considerando solo 7 medidas y sustituyendo el control de viajes internacionales por una medida de rastreo de contactos) y una combinación de índices de movilidad de Google. El índice de Oxford está compuesto por nueve indicadores: cierre de escuelas, cierre de centros de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones a reuniones, cierre de transporte público, inmovilidad de personas en sus hogares, restricciones a movimientos dentro del país, controles a viajes internacionales y campañas de información.



Las respuestas en los países que experimentan una segunda ola

La evidencia internacional muestra que las medidas para controlar la segunda ola de contagios del COVID-19 son similares a las adoptadas para el control de la primera ola. Sin embargo, debido al todavía escaso conocimiento sobre el virus, estas políticas de contención muestran cierta heterogeneidad, incluso dentro del continente europeo.

País	Principales medidas adoptadas durante la segunda ola	País	Principales medidas adoptadas durante la segunda ola
Italia	<ul style="list-style-type: none"> • Uso obligatorio de mascarillas • Cierre de cines, teatros y gimnasios • Reducción de horarios para bares y restaurantes • Reuniones limitadas a un número máximo de personas 	Reino Unido	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevo sistema de 3 niveles de alerta (media, alta o muy alta) • Reducción de horarios para bares y restaurantes • Uso de mascarillas obligatorio en ciertas actividades
Francia	<ul style="list-style-type: none"> • Toque de queda nocturno • Uso obligatorio de mascarillas • Cierre de bares, restaurantes y negocios no esenciales • Reuniones limitadas a un número máximo de personas 	Portugal	<ul style="list-style-type: none"> • Uso obligatorio de mascarillas • Reducción de horarios para establecimientos comerciales • Reuniones limitadas a un número máximo de personas • Prohibición de fiestas universitarias
Alemania	<ul style="list-style-type: none"> • Cierre de bares y restaurantes, actividades de ocio y toda oferta cultural • Prohibición de desplazamientos turísticos nacionales • Reuniones limitadas a un número máximo de personas 	Bélgica	<ul style="list-style-type: none"> • Uso de mascarillas no obligatorio, pero muy recomendable • Reducción de horarios para bares y restaurantes • Se prohíbe comer en mercados ubicados en calles • Reuniones limitadas a un número máximo de personas
España	<ul style="list-style-type: none"> • Restricciones a la movilidad de las personas • Reducción de horarios para bares y restaurantes • Reuniones limitadas a un número máximo de personas 	Holanda	<ul style="list-style-type: none"> • Reducción de horarios para todas las tiendas, bares y restaurantes • No se permite beber alcohol en público después de las 20:00 horas • Fomento del trabajo remoto • Reuniones limitadas a un número máximo de personas • Prohibición de eventos masivos

Es importante mencionar que, a medida que se extiende la duración de la pandemia, la reimposición de cuarentenas, totales o parciales, se vuelve más complicada, debido al fenómeno conocido como la "fatiga del COVID-19", y a que conllevan fuertes caídas en los ingresos de la población. El primer factor consiste en que, las personas, agotadas por el periodo de confinamiento y otras medidas como el uso de mascarillas o desinfectantes, se vuelven más reticentes a seguir manteniendo los cuidados respectivos. El segundo factor es especialmente importante en países en desarrollo, donde más allá de la fatiga y el estado mental de la población, la paralización total de la economía ha implicado un incremento en la pobreza y un deterioro de la calidad de vida de las personas más vulnerables.





Por ello, en nuestro país, se definió una estrategia de reanudación de actividades por fases³, ante el fuerte impacto económico del confinamiento. Algunas actividades aún no autorizadas, podrían permitirse con protocolos como los implementados en otros países, enfocados en el aforo y la ventilación, siempre que no generen aglomeraciones de personas en lugares cerrados.

Dentro de las actividades que podrían retomarse por completo se tiene la operación de vuelos internacionales, con protocolos estrictos y realizando un adecuado seguimiento de contactos. Actualmente, la operación de vuelos internacionales está limitada a destinos específicos a un máximo de 8 horas de vuelo desde Lima. Recientemente, desde el 15 de diciembre, se permiten los vuelos a 5 destinos adicionales: Ámsterdam, Madrid, Barcelona, París y Londres. Sin embargo, la restricción aplica solo para el último vuelo con destino al Perú. En consecuencia, una persona que realice un vuelo con conexión, partiendo de un destino más lejano que los actualmente permitidos, pero haciendo escala en una ciudad cercana, podría ingresar al país. En ese sentido, la restricción de los vuelos solo limita la oferta y no serviría como una barrera para limitar el ingreso de personas provenientes de destinos que podrían tener un mayor nivel de contagio. Por ello, es importante mantener un control de ingreso de personas al país, así como fortalecer el seguimiento de contactos, para que no se generen nuevas olas de contagio con otras cepas del virus, especialmente debido a la previsión de mayor llegada de pasajeros en las últimas semanas del año. De acuerdo con el Ministerio de Transportes y Comunicaciones (MTC), se estima que cerca de 30 mil pasajeros provenientes de Europa llegarán al Perú para Navidad y Año Nuevo.

Es importante también una óptima fiscalización de la operación de locales como restaurantes y fomentar mejores mecanismos de ventilación en los mismos. Durante octubre, con el inicio de la Fase 4 se permitió la ampliación del aforo de estos locales al 60 por ciento y durante la extensión de la Fase 4 se diferenció según la zona del local (ampliando hasta 70 por ciento en zonas al aire libre). Las mejores prácticas internacionales aconsejan definir requerimientos de ventilación básicos para las zonas internas de los locales. Simulaciones de la dispersión de los aerosoles o pequeñas gotas que las personas expulsan al momento de respirar y que pueden contener el virus indican que la probabilidad de contagio disminuye significativamente al abrir una ventana si las personas están usando mascarillas al interior de la habitación.

En ese sentido, es importante fomentar el uso de restaurantes con atención al aire libre, como se hizo en Nueva York. En esta misma línea, la Municipalidad Metropolitana de Lima flexibilizó sus procedimientos para facilitar el uso temporal de vías públicas en calles específicas del Centro Histórico de Lima para la atención en restaurantes y cafés. Además, es necesario fiscalizar que locales que funcionan como bares estén utilizando permisos de restaurantes para operar. Por ejemplo, en Nueva York se prohibió el expendio de bebidas alcohólicas sin el consumo de un plato de fondo en restaurantes, de modo que las personas no pudieran evitar la restricción.

Finalmente, aún existe espacio para simplificar y uniformizar los múltiples protocolos sectoriales, para facilitar su implementación y fiscalización. Considerando los avances en la reapertura de actividades económicas, los protocolos comunes deberían enfocarse en el distanciamiento

3 El Decreto Supremo N° 080-2020-PCM (02-mayo-2020) definió la estrategia de Reanudación de Actividades, dividida en cuatro fases. Las tres primeras fases ya han sido implementadas y la cuarta fase se encuentra en proceso.

social, el uso de equipos de protección personal (mascarillas y escudos faciales) y la limpieza y ventilación de locales. Además, se necesita un Texto Único Ordenado (T.U.O.) de todas las regulaciones implementadas al respecto, para facilitar su cumplimiento por parte del sector privado, así como la fiscalización por parte de las entidades correspondientes.

En el plano sanitario, las experiencias internacionales muestran la necesidad de un sistema de salud integrado con un órgano nacional (el MINSA en nuestro caso) que cumpla un rol rector en el sector para enfrentar situaciones de rebrotes de contagios de COVID-19.

En el Documento Técnico “Plan de preparación y respuesta ante posible segunda ola pandémica por COVID-19 en el Perú”, el MINSA plantea las posibles causas que podrían explicar la presencia de una segunda ola en el país. Además de los desafíos mencionados anteriormente, también se incluyen las insuficientes medidas de prevención y mitigación que permitan disminuir el riesgo de transmisión comunitaria; la detección tardía de casos activos con limitada vigilancia e investigación epidemiológica y gestión de información; el bajo nivel de conocimiento de la población y la limitada percepción del riesgo de transmisión; la limitada capacidad de oferta de servicios de salud ante un eventual incremento de la demanda; y el débil soporte administrativo y logístico para la prevención y respuesta.

En dicho documento, el MINSA prevé que una segunda ola del COVID-19 en el país podría causar entre 14 mil y 19 mil muertes, según el tipo de escenario (“leve”, “más probable”, y “peor”). Dicha estimación se realizó en base al conocimiento actual y a los datos disponibles de la pandemia en el país. Asimismo, el MINSA precisa que no se puede afirmar cuál será la magnitud de una segunda ola, debido a la alta incertidumbre que existe sobre el comportamiento de esta pandemia.

Para reducir el riesgo de un mayor aumento de contagios, y previendo la posible movilización de personas por las fiestas de Navidad y Año Nuevo, el Gobierno anunció que impondrá restricciones al tránsito vehicular en los días festivos. Es importante resaltar que las medidas de política deben enfocarse en el cumplimiento de protocolos sanitarios enfocados en la realización de actividades en espacios ventilados, más que en la imposición de confinamientos estrictos que afectan principalmente a los sectores más vulnerables.

Además, es importante resaltar, que la capacidad de atención hospitalaria se ha incrementado de manera importante desde marzo, pero la ocupación de camas de Unidades de Cuidados Intensivos (UCI) para COVID-19 se ha comenzado a incrementar en los últimos días. De acuerdo con el MINSA al 30 de marzo de 2020 se contaban con 225 camas UCI y 1 451 camas hospitalarias a nivel nacional, mientras que al 16 de diciembre, de acuerdo con la Sala Situacional COVID-19 se cuenta con 1 469 camas UCI (equivalente a 6,5 veces el nivel de marzo), con una tasa de ocupación de 73 por ciento.

En resumen, dado que la ocurrencia de una segunda ola es una contingencia posible, hasta contar con una alternativa efectiva de vacuna que pueda ser proporcionada masivamente a la población, es indispensable que se mantengan las políticas sanitarias, que se fiscalice la operación de las actividades económicas permitidas conforme a las mejores prácticas internacionales, y que se continúe mejorando la capacidad de respuesta del sistema de salud.





II. Balanza de pagos

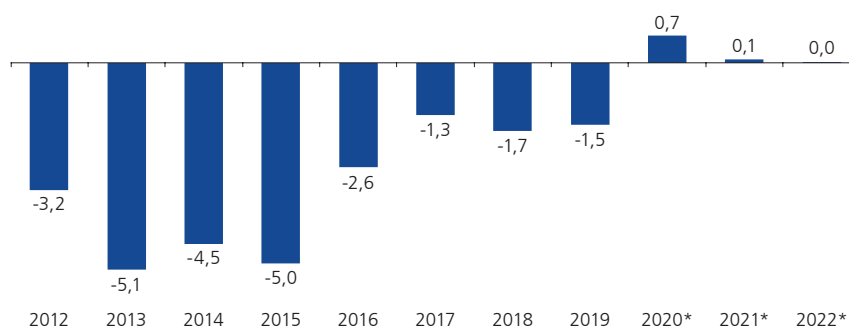
Cuenta corriente

14. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un superávit equivalente a 0,2 por ciento del PBI en lo que va del año a setiembre, mayor al de igual periodo de 2019 (déficit de 2,1 por ciento del PBI). Este incremento reflejó principalmente el impacto de la contracción de la producción local en las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera en el país. A esto se sumó el efecto de la débil demanda interna, y la recuperación de los términos de intercambio. Adicionalmente se registró un ingreso extraordinario (en transferencias) asociado al impuesto a la renta a no residentes producto de la venta de las acciones de Luz del Sur a la empresa China Three Gorges Corporation.
15. Para el horizonte de proyección se espera que se mantenga la recuperación observada desde el tercer trimestre de este año, tanto del superávit comercial como del déficit de la renta de factores, como resultado de la reactivación proyectada de la actividad local y de la demanda interna, en un escenario externo de incremento de términos de intercambio y de recuperación de la demanda mundial. Por el contrario, las exportaciones de servicios registrarían una menor recuperación relativa por los efectos más persistentes del COVID-19 en actividades como restaurantes, comercio y turismo.

Se revisa al alza el resultado de la cuenta corriente en 2020 y 2021, en comparación a lo previsto en Reporte previo, principalmente por la evolución observada a setiembre y por los términos de intercambio más altos en el horizonte de proyección.

Bajo estos supuestos, la cuenta corriente pasaría de un déficit de 0,1 por ciento del PBI en el Reporte previo a un superávit de 0,7 por ciento en 2020 y se iría reduciendo en 2021 y 2022, a 0,1 por ciento del PBI (-1,6 por ciento en el Reporte previo) y 0,0 por ciento, respectivamente.

Gráfico 19
CUENTA CORRIENTE: 2012-2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

16. Por su parte, la **cuenta financiera** de este año reflejará los mayores requerimientos de financiamiento del sector público para cubrir el déficit fiscal. En 2021 y 2022, con la reversión de las políticas expansivas, se esperan menores desembolsos y el mantenimiento de la preferencia por nuestros bonos soberanos, en un escenario externo de menor incertidumbre por el COVID-19 y un entorno interno de estabilidad social y política.

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

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-3 531	346	-154	1 349	-3 512	207	37
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,5</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>-1,6</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>
1. Balanza comercial	6 614	4 168	7 368	7 795	9 687	13 253	13 722
a. Exportaciones	47 688	28 568	39 384	42 029	46 720	51 961	54 904
<i>De las cuales:</i>							
i. Tradicionales	33 751	19 852	27 892	28 940	33 662	36 901	38 631
ii. No Tradicionales	13 783	8 629	11 339	12 965	12 899	14 969	16 182
b. Importaciones	-41 074	-24 400	-32 016	-34 234	-37 032	-38 707	-41 183
2. Servicios	-3 114	-2 871	-3 970	-3 941	-4 080	-4 203	-4 347
3. Renta de factores	-10 749	-4 077	-7 034	-6 522	-11 740	-12 202	-12 879
4. Transferencias corrientes	3 718	3 124	3 482	4 017	2 620	3 358	3 542
Del cual: Remesas del exterior	3 326	2 078	2 318	2 884	2 274	3 029	3 181
II. CUENTA FINANCIERA	11 726	3 692	7 254	6 651	4 437	2 218	963
1. Sector privado	7 309	-3 105	-135	-3 855	-1 336	-2 942	-1 267
a. Largo plazo	5 512	368	-958	659	-1 336	-2 942	-1 267
b. Corto plazo ^{1/}	1 796	-3 473	823	-4 514	0	0	0
2. Sector público ^{2/}	4 417	6 797	7 390	10 506	5 773	5 161	2 230
III. VARIACIÓN DE RIN	8 195	4 038	7 100	8 000	925	2 425	1 000

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

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.



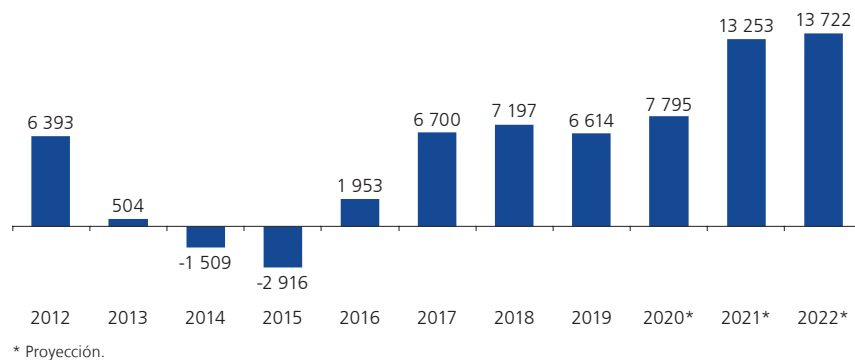


17. El superávit de **balanza comercial** ascendió a US\$ 4 168 millones en los tres primeros trimestres del año, menor en US\$ 84 millones que el registrado en el mismo periodo de 2019 (US\$ 4 253 millones), por la reducción de las exportaciones, principalmente mineras e hidrocarburos, en un contexto de severa contracción de la producción local y de debilidad de la demanda interna.

En lo que resta del año, se espera que el superávit comercial siga elevándose, en parte por la recuperación de las exportaciones tradicionales mineras, en línea con la menor contracción de la producción del sector. Con esta evolución, la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 7 795 millones en **2020**, mayor en US\$ 1 181 millones al observado en el año previo, producto del impacto de la contracción de la demanda interna en las importaciones.

El superávit de la balanza comercial en **2021** ascendería a US\$ 13 253 millones, con el crecimiento de los volúmenes exportados, como resultado de la mayor oferta minera, en línea con la recuperación esperada de la actividad y de la demanda interna, en un escenario de moderación del impacto del COVID-19. Respecto al Reporte previo, la revisión al alza del superávit comercial refleja el incremento de los términos de intercambio en comparación a la reducción prevista en setiembre.

Gráfico 20
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



18. Las **exportaciones** en el periodo enero-setiembre de 2020 ascendieron a US\$ 28 568 millones, lo que representó una reducción de 18,3 por ciento con respecto al resultado alcanzado en igual periodo de 2019. Esto se debe a los menores volúmenes exportados de todos los sectores, en mayor medida de los productos tradicionales (19,2 por ciento), principalmente mineros (cobre, oro, zinc), petróleo y derivados y harina de pescado, y en menor medida, de los volúmenes no tradicionales. Esta evolución se dio en un contexto de drástica

contracción de la producción local. Los embarques mineros se vieron afectados por la menor producción del sector, mientras que los de petróleo y gas natural reflejaron una menor extracción en los pozos de la selva norte por los conflictos sociales. Los embarques no tradicionales registraron una reducción menor e inclusive el subsector agrícola fue el único en reportar un ligero crecimiento, reflejando la mayor producción de frutas.

Para **2020**, se revisa al alza la proyección del valor de las exportaciones como resultado de la menor reducción esperada del volumen de exportación (de -16,4 por ciento a -12,2 por ciento), principalmente de productos no tradicionales, en línea con la reanudación paulatina de las actividades tras la implementación de la fase 4 de la reactivación económica; y en menor medida por los precios de exportación más altos, principalmente del cobre y zinc, tras la recuperación de la demanda mundial.

Para **2021**, el valor de las exportaciones se recuperaría principalmente por mayor oferta de productos tradicionales mineros, en un entorno de reactivación económica local y global, y dinamismo del comercio mundial. La revisión al alza respecto a lo previsto en setiembre se explica principalmente por el mayor crecimiento de los precios de los metales (cobre y zinc).

En línea con la evolución del crecimiento de la actividad local y de la demanda mundial, se proyecta una normalización de las tasas de crecimiento de los volúmenes exportados para **2022**, ya superada mayormente la crisis asociada al COVID-19.

19. Las **importaciones** totalizaron US\$ 24 400 millones en los tres primeros trimestres del año, menores en 20,6 por ciento con respecto a igual periodo de 2019, en un contexto de contracción de la demanda interna y de reducción significativa del precio del petróleo en dicho periodo. Los volúmenes importados disminuyeron (15,9 por ciento), en gran medida por las menores adquisiciones de bienes de capital, insumos y bienes de consumo duradero, como resultado de la contracción de la inversión interna, del empleo y del ingreso de los hogares. Por su parte, el precio de las importaciones se contrajo 5,6 por ciento, como reflejo de la reducción internacional del precio del petróleo (-32,9 por ciento).

Se espera un menor ritmo de reducción de los volúmenes de importación para el resto del año, reflejo de una menor contracción de la demanda interna. En este sentido se revisa al alza, respecto a lo proyectado en setiembre, el valor de las importaciones para **2020**, de una reducción de 22,1 a 16,7 por ciento.

En línea con la proyección esperada de recuperación de la demanda interna y de los precios del petróleo, para **2021 y 2022**, las importaciones se elevarían en 13,1 y 6,4 por ciento anual, respectivamente.





Cuadro 11
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
1. Valor:							
Exportaciones	-2,8	-18,3	-17,4	-11,9	18,6	23,6	5,7
<i>Productos tradicionales</i>	-5,3	-20,2	-17,4	-14,3	20,7	27,5	4,7
<i>Productos no tradicionales</i>	4,1	-13,5	-17,7	-5,9	13,8	15,5	8,1
Importaciones	-1,9	-20,6	-22,1	-16,7	15,7	13,1	6,4
2. Volumen:							
Exportaciones	0,7	-16,4	-16,4	-12,2	16,2	13,2	4,7
<i>Productos tradicionales</i>	-1,2	-19,2	-17,7	-16,4	17,3	14,1	4,4
<i>Productos no tradicionales</i>	5,7	-9,4	-13,6	-1,5	11,8	11,9	5,3
Importaciones	-0,2	-15,9	-18,2	-12,2	11,4	8,9	5,5
3. Precio:							
Exportaciones	-3,4	-2,3	-1,3	0,4	2,1	9,3	1,0
<i>Productos tradicionales</i>	-4,1	-1,2	0,4	2,6	2,8	11,7	0,3
<i>Productos no tradicionales</i>	-1,6	-4,6	-4,7	-4,5	1,8	3,2	2,7
Importaciones	-1,7	-5,6	-4,8	-5,0	3,9	3,8	0,9

* Proyección.

Términos de intercambio

20. Los términos de intercambio registraron un avance de 4,0 por ciento interanual a octubre debido a la mayor caída del precio de las importaciones respecto al de las exportaciones. El precio promedio del petróleo, a pesar de haber revertido su tendencia a la baja, continúa en niveles inferiores a los observados pre pandemia. Por el contrario, los precios de los principales metales básicos de exportación han mostrado una significativa recuperación, particularmente el cobre ha alcanzado desde setiembre valores máximos no observados desde el 2012, superando así los niveles pre pandemia. Por su parte, la cotización del oro ha registrado una ligera corrección luego de que en agosto superara los US\$/oz.tr. 1 900.

Esta recuperación del precio del cobre y otros metales básicos (como el zinc), mayor que la prevista en setiembre, ha implicado una revisión al alza de la proyección de términos de intercambio en todo el horizonte de proyección. En 2022, los términos de intercambio prácticamente se estabilizarán luego de las ganancias de 5,7 y 5,3 por ciento (3,7 y -1,7 por ciento previos) en 2020 y 2021, respectivamente.

Esta proyección asume precios de promedio de exportación más altos frente a los precios del petróleo relativamente más bajos, que los estimados en setiembre. Al final del horizonte de proyección, el precio promedio del cobre su ubicaría

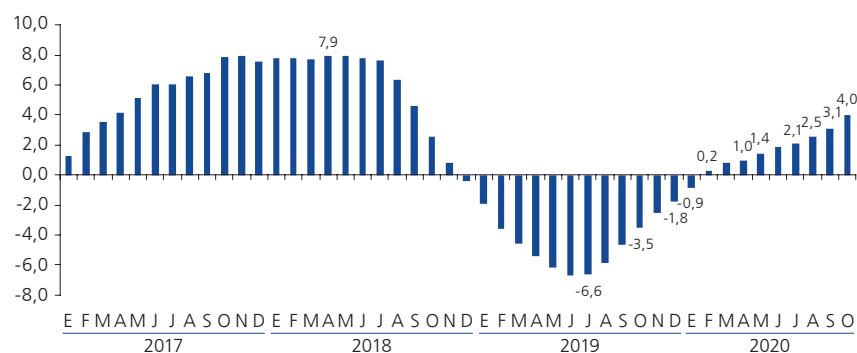
en US\$/lb 3,3, un 15 por ciento más alto que lo previsto en setiembre y 20 por ciento por encima de su nivel promedio de 2019. Por el contrario, el precio del petróleo se ubicaría en US\$/b 44 (casi un 23 por ciento por debajo de su nivel promedio de 2019).

Cuadro 12
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2019-2021

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
Términos de intercambio							
Var % anual (promedio)	-1,8	3,4	3,7	5,7	-1,7	5,3	0,1
Precios de Exportaciones							
Var % anual (promedio)	-3,4	-2,3	-1,3	0,4	2,1	9,3	1,0
Cobre (ctv US\$ por libra)	272	265	269	278	286	329	329
Zinc (ctv US\$ por libra)	116	97	98	102	100	123	124
Plomo (ctv US\$ por libra)	91	82	82	83	84	90	91
Oro (US\$ por onza)	1 392	1 735	1 789	1 768	1 900	1 850	1 873
Precios de Importaciones							
Var % anual (promedio)	-1,7	-5,6	-4,8	-5,0	3,9	3,8	0,9
Petróleo (US\$ por barril)	57	38	40	39	44	43	44
Trigo (US\$ por TM)	168	200	168	185	171	209	211
Maíz (US\$ por TM)	145	127	129	137	141	165	159

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 21
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual acumulada 12 meses)

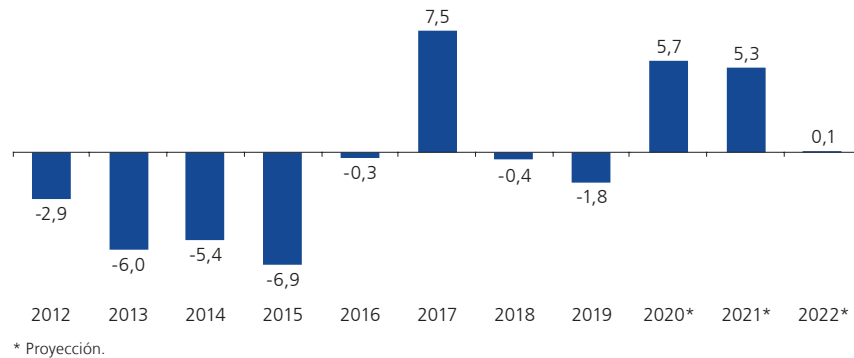


* Proyección.





Gráfico 22
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2022
(Variación porcentual promedio anual)



Financiamiento externo

21. En el plano externo, las condiciones financieras siguieron siendo favorables, como resultado de las bajas tasas de interés internacionales producto de los estímulos monetarios en las principales economías desarrolladas. Sin embargo, la incertidumbre asociada a la crisis del COVID-19 y el menor diferencial de tasas de interés (entre las economías desarrolladas y emergentes) han mantenido limitada la entrada de capitales a las economías emergentes. Desde noviembre, el optimismo en torno al desarrollo de la vacuna y el resultado de las elecciones en Estados Unidos, han impulsado la demanda por activos de mayor riesgo como los de las economías emergentes.

En el plano interno, la inversión y la actividad se han contraído significativamente por el impacto de la crisis asociada al COVID-19, aunque con una clara reversión desde el tercer trimestre del año, como resultado de los estímulos fiscales y monetarios, y de la implementación de la reactivación económica por fases.

22. En esta coyuntura, la **cuenta financiera privada** en el periodo enero-setiembre registró un flujo neto negativo. El financiamiento de largo plazo fue resultado de la menor inversión directa extranjera y de cartera en el país, en línea con la reducción de la inversión interna y la menor preferencia por activos emergentes, respectivamente. Asimismo, se registraron mayores amortizaciones netas de préstamos, en una coyuntura de reducción de la inversión y de mayor preferencia por el financiamiento local. Por el lado de los activos externos, se registró una venta neta de activos externos por parte de las AFP para cubrir los retiros aprobados de sus afiliados.

Con respecto a los capitales de corto plazo, la salida registrada en 2020 es consecuente con la mayor incertidumbre por el COVID-19, que ha implicado menores líneas externas a la banca, y con la mejor evolución de los mercados financieros desarrollados, que considera la mayor preferencia por activos externos.

Con esta evolución y en comparación a lo previsto en setiembre, se revisa a la baja el financiamiento externo del sector privado en 2020 y 2021, esperándose una menor demanda de fondeo externo en ambos años, y una ligera reversión a partir de 2022.

En este escenario las ventas netas de activos externos por parte de las AFP en este año serían mayores que las previstas en setiembre por los retiros aprobados en el cuarto trimestre. Esta evolución se revertiría progresivamente en 2021 y 2022. La recuperación esperada de la actividad local y de la inversión interna en el horizonte de proyección, implicarán una recuperación de la inversión directa extranjera en el país en 2021 y 2022 más rápida que la prevista en el Reporte previo, favorecida además por los términos de intercambio más altos.

A pesar del menor clima de incertidumbre global por el COVID-19 (el desarrollo de la vacuna compensaría el riesgo de segunda ola de contagios), el menor diferencial de tasas de interés entre las economías emergentes y desarrolladas implicarán una lenta recuperación de la inversión de cartera en el país. Finalmente, se espera que se mantenga la mayor preferencia por el financiamiento interno y en moneda local por lo que las amortizaciones netas de largo plazo se mantendrían altas en el horizonte de proyección.

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

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
SECTOR PRIVADO (A + B)	7 309	-3 105	-135	-3 855	-1 336	-2 942	-1 267
<i>Porcentaje del PBI</i>	3,2	-2,2	-0,1	-1,9	-0,6	-1,3	-0,5
A. LARGO PLAZO	5 512	368	-958	659	-1 336	-2 942	-1 267
1. ACTIVOS	-2 424	841	12	1 440	-2 089	-2 800	-3 736
2. PASIVOS	7 936	-472	-971	-781	753	-142	2 470
Inversión directa extranjera en el país	8 892	1 595	2 109	2 061	2 539	2 738	4 909
Préstamos de Largo Plazo	-2 224	-2 502	-2 348	-3 100	-2 090	-2 843	-2 939
Inversión de cartera	1 268	435	-732	259	304	-37	500
B. CORTO PLAZO ^{1/}	1 796	-3 473	823	-4 514	0	0	0

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

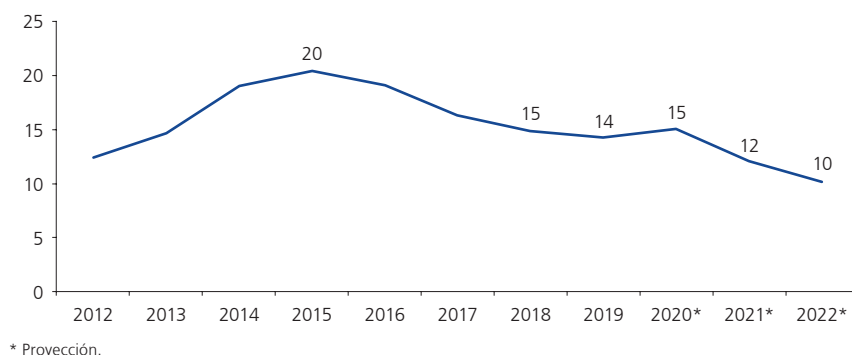
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





Gráfico 23
**SALDO DE DEUDA EXTERNA PRIVADA
 DE MEDIANO Y LARGO PLAZO: 2012 - 2022**
 (Porcentaje del PBI)



23. La **cuenta financiera pública**, en el periodo enero-setiembre del año, reflejó por un lado, los mayores requerimientos de financiamiento para revertir el impacto de la crisis del COVID-19, y por otro, la mayor preferencia de los inversionistas externos por activos en divisas y la gradual recuperación (desde mayo) de la demanda de no residentes por nuestros títulos soberanos. En este sentido, destacaron la ampliación de líneas de créditos internacionales con el Banco Mundial (US\$ 1 834 millones), la emisión de bonos globales por US\$ 3 000 millones en abril y las compras netas de bonos soberanos de no residentes por US\$ 1 998 millones.

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

	2019	2020*		2021*		2022*	
		Ene-Set	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
I. Desembolsos^{1/}	1 863	5 845	6 033	10 133	2 444	2 054	710
II. Amortización	-2 205	-794	-324	-878	-551	-551	-908
III. Activos externos netos	214	-134	-137	-137	-140	-140	-140
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	4 545	1 880	1 818	1 387	4 019	3 797	2 567
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	4 190	1 998	1 930	1 849	4 019	3 797	2 567
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-355	117	112	462	0	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	4 417	6 797	7 390	10 506	5 773	5 161	2 230

^{1/} Incluye bonos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

En este mismo sentido, a fines de noviembre, destacó la emisión de bonos globales, a 12, 40 y a más de 100 años, por US\$ 4 000 millones a spread en niveles mínimos históricos. Esta emisión explica principalmente la revisión al

alza del financiamiento externo del presente año. En 2021 y 2022, se esperan menores requerimientos de financiamiento externo al sector público en línea con la reversión gradual de la política fiscal expansiva, en un escenario externo de menor incertidumbre por el COVID-19.

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

Cuadro 15
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

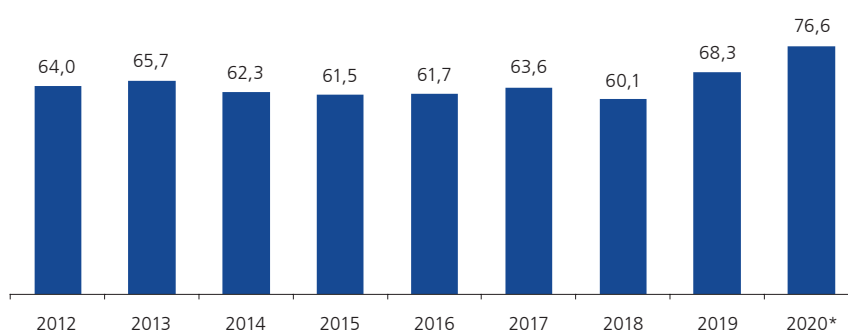
	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*
Reservas Internacionales como porcentaje de:						
a. PBI	29,7	26,7	29,6	37,8	34,6	32,8
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	405	347	522	636	608	615
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	344	285	411	716	617	617

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

* Proyección.

25. Al 15 de diciembre, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han aumentado US\$ 8 266 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 76 582 millones. Este incremento se explica principalmente por el aumento en la posición de cambio del BCRP de US\$ 42 619 millones a US\$ 58 239 millones.

Gráfico 24
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2012 - 2020
(Miles de millones de US\$)



* Al 15 de diciembre.





Recuadro 2 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y DE VULNERABILIDAD EXTERNA

La caída brusca de la actividad durante la pandemia ha generado cambios importantes en el endeudamiento de los principales agentes económicos: gobierno, familias y empresas.

Los **gobiernos** han sido afectados, en forma simultánea, por una menor recaudación dada la severa contracción en la actividad económica y por las medidas de gasto discrecional. Los requerimientos de financiamiento del sector público equivaldrían a 14 por ciento del PBI para el caso de las economías desarrolladas y a 10 por ciento para el caso de las economías emergentes⁴. Las **empresas**, por su parte, han recurrido a facilidades crediticias para que, en un contexto de caída de sus ingresos, puedan sostener la cadena de pagos y preservar el empleo. Por el contrario, en las **familias**, la caída en los ingresos (producto de la pérdida de empleos) se ha visto parcialmente compensada por las transferencias del gobierno y por una caída en el consumo, producto de las medidas de restricción social y de la elevada incertidumbre respecto a los ingresos futuros. En términos netos, el flujo de endeudamiento de las familias se ha incrementado en una magnitud menor que en el caso de las empresas⁵.

Fuentes de financiamiento

Las fuentes de financiamiento, tanto del sector privado como público, provienen, principalmente, del crédito del sistema financiero o de la emisión de bonos (en el mercado doméstico o en el exterior). En el caso de América Latina, por ejemplo, de acuerdo con estimados del FMI, se observa una expansión importante del crédito para las empresas en paralelo a una contracción en el crédito de las familias⁶. En el caso del **sector público**, la principal fuente de financiamiento ha sido la emisión de bonos en el exterior.

Saldos de deuda hacia 2020

Los flujos de endeudamiento ocasionan un incremento en los saldos de la deuda privada y pública. Estimados del IIF (*The Institute of International Finance*), para una muestra de las principales economías, señala que en lo que va de 2020 la deuda ha pasado de 91 a 104 por ciento del PBI en el caso de las empresas y de 88 a 104 por ciento en el caso del sector público. La deuda de las familias ha tenido un incremento menor, de 60 a 65 por ciento, en línea con los desarrollos reseñados anteriormente.

Para el caso de América Latina, el cuadro adjunto muestra algunos indicadores de deuda, medidos como porcentaje del Producto Bruto Interno. Argentina y Brasil presentan los

4 FMI, World Economic Outlook, octubre 2020.

5 De acuerdo con el estudio realizado por Coibion, Gorodnichenko y Weber (2020), sólo el 42 por ciento de las transferencias de gobierno se han usado en gasto.

6 El *Regional Economic Outlook* para América Latina (octubre 2020) muestra que –para el grupo compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú– el crédito a empresas tuvo, al mes de agosto, un incremento anual de 14,2 por ciento mientras que el crédito orientado a las familias disminuyó 1,6 por ciento.

mayores niveles de deuda pública, la mayor parte de éstas corresponde a deuda interna. Por otro lado, la deuda externa —que comprende las obligaciones del sector público y privado con no residentes— es mayor en los casos de Argentina y Chile. En todos los países la deuda de corto plazo tiene un peso relativamente bajo dentro de la deuda externa total.

AMÉRICA LATINA: INDICADORES DE DEUDA

(Estimados para 2020, en porcentaje del PBI)

	Deuda Externa					Deuda Pública		
	Plazo		Emisor		Total	Interna	Externa	Total
	Corto	Largo	Privada	Pública				
Argentina	8	74	34	48	82	53	48	101
Brasil	6	40	37	9	46	87	9	96
Colombia	7	51	26	32	58	35	32	67
Chile**	9	83	83	9	92	29	9	38
México	5	40	15	30	45	33	30	63
Perú	4	39	19	24	43	11	24	35

* Corresponde a empresas no financieras.

** La composición de la deuda pública (interna y externa) se realiza a partir del gobierno general.

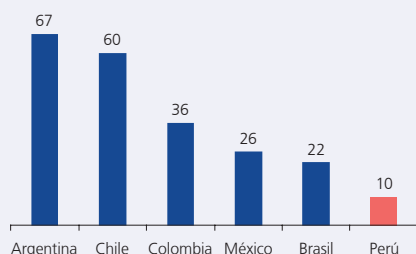
Fuente: FMI, JP Morgan, IIF y BCRP.

Saldos de deuda e indicadores de vulnerabilidad

Una serie de indicadores y ratios pueden ser utilizados para evaluar en qué medida los saldos de deuda son consistentes con los fundamentos de la economía. Por ejemplo, en economías pequeñas y abiertas, se suele comparar el nivel de deuda en moneda extranjera con respecto a indicadores de liquidez internacional (como las reservas internacionales) o a indicadores que reflejen la capacidad de la economía para generar divisas a través de, por ejemplo, las exportaciones. Los gráficos muestran estos ratios para algunos países de América Latina. Para el caso de Perú se observa, por ejemplo, que el saldo de la deuda de corto plazo equivale a un porcentaje mínimo de las reservas internacionales del banco central.

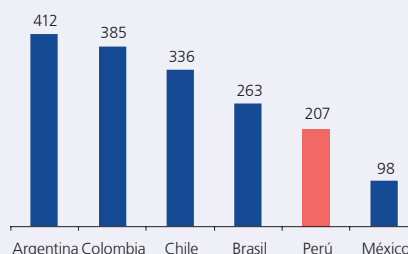
Deuda de corto plazo/reservas internacionales

(Dato estimado para 2020, en %)



Deuda externa/exportaciones

(Dato estimado para 2020, en %)



Fuente: IIF, JP Morgan, Moody's y BCRP.





III. Actividad económica

PBI sectorial

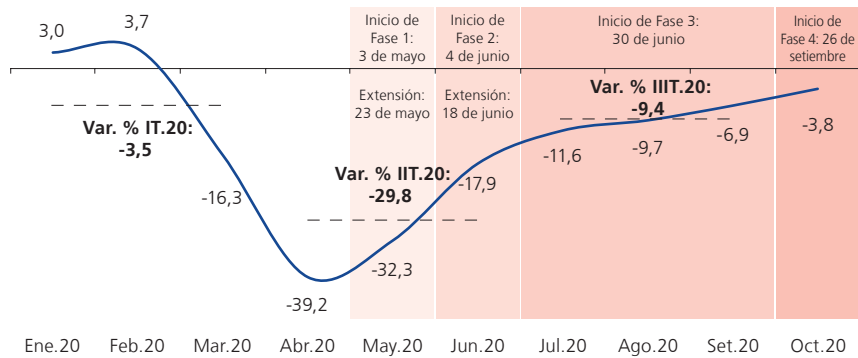
26. La aplicación de severas medidas sanitarias dirigidas a contener la expansión del COVID-19 en el país ocasionó que la economía peruana enfrente la mayor contracción económica anual de los últimos 100 años. Con la reanudación progresiva de operaciones y la aplicación de estímulos monetarios y fiscales, la actividad se viene alejando de la caída de 39,2 por ciento registrada en abril. Al reinicio de actividades comprendidas en las fases 1 y 2 del plan de reactivación en los primeros días de mayo y junio, se sumaron las operaciones incluidas en la fase 3, decretada el último día de junio. Esta fase comprendió la reanudación de proyectos de construcción en general; reapertura de tiendas con aforo del 50 por ciento y de restaurantes y servicios con aforo del 40 por ciento; reparación de calzado y artículos de cuero, muebles y accesorios para el hogar; actividades de agencias de viajes, operadores turísticos y guías de turismo; servicios de contabilidad, auditoría y consultoría sobre dirección y gestión empresarial; entre otros.

En la misma línea, el 26 de setiembre se decretó la primera parte de la fase 4 del plan de reactivación, con lo que el PBI de octubre registró una caída de 3,8 por ciento interanual, tasa de contracción menor a la de setiembre. Esta fase incrementó el aforo de tiendas comerciales al 60 por ciento, así como el de restaurantes y afines a un 50 por ciento; permitió servicios de transporte marítimo de pasajeros con 50 por ciento de aforo y vuelos internacionales a diversos destinos; y reinició las actividades de agencias de viajes y operadores turísticos, museos, centros culturales, zoológicos y parques temáticos, así como las actividades de clubes y asociaciones deportivas, entre otros afines.

La evolución del crédito de forma anticíclica ha sido un factor crucial para sostener la gradual recuperación de la actividad económica. La expansión del crédito por parte del BCRP a través de distintos instrumentos monetarios ha logrado que las empresas puedan mantener suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones y financiar el capital de trabajo para reanudar sus operaciones.

Gráfico 25
PBI REAL

(Variación porcentual anual)

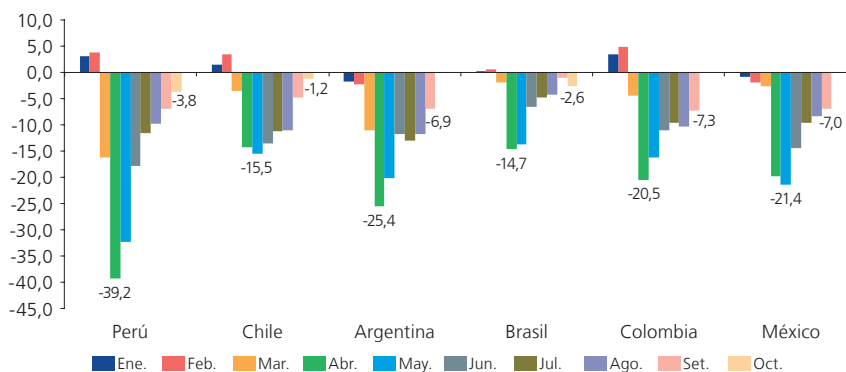


Nota: El inicio de las fases está basado en la publicación del Decreto Supremo correspondiente. Extensión hace referencia a la fecha en las que entraron en operación otras actividades.

27. La actividad económica de Perú sufrió una contracción mayor que la de sus pares de la región durante la actual crisis sanitaria. Este hecho se explica, principalmente, por las medidas de contención del virus más severas que se tomaron en nuestro país: un mayor número de actividades paralizadas y una cuarentena estricta a nivel nacional que duró poco más de 100 días. La paralización de actividades afectó directamente a la población ocupada, mientras que la inmovilización social dificultó la búsqueda de empleo y la reincorporación de los desempleados a la fuerza laboral.

Gráfico 26
REACTIVACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA, 2020*

(Var. % anual)



* Datos a octubre disponibles para Perú, Chile y Brasil.
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

El brote del virus encontró a nuestro país en una posición muy vulnerable debido al alto grado de informalidad de la economía, un sistema de salud débil y el bajo

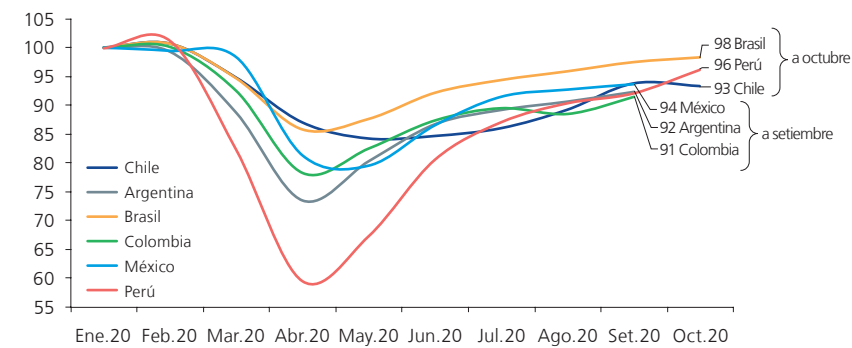




acceso al agua, entre otros factores. Como consecuencia, Perú se ubicó entre los países con mayor número de contagios, a pesar de las fuertes medidas aplicadas para controlar la expansión del virus.

La reanudación de actividades así como las medidas de apoyo a hogares y empresas han logrado reactivar la economía a un ritmo mayor al proyectado en los reportes de inflación previos. El índice del PBI en términos desestacionalizados de octubre se ubica 4 por ciento por debajo del nivel previo a la pandemia y se ha colocado a niveles similares de otros países de la región.

Gráfico 27
REACTIVACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA, 2020
(Índice desestacionalizado del PBI, enero 2020 = 100)

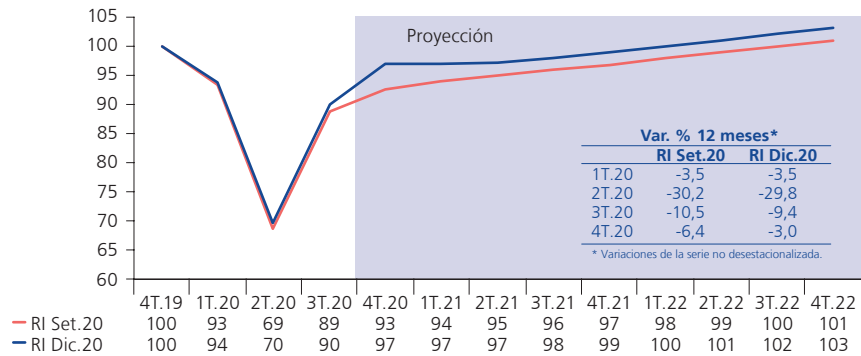


Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

28. Se espera que la reversión en la contracción de la actividad prosiga en lo que resta de 2020 y en los 2 años siguientes. El 6 de diciembre se decretó la ampliación de la fase 4, que incrementa el aforo en centros comerciales al 60 por ciento, de restaurantes y afines al 60 por ciento en zonas internas y al 70 por ciento en zonas al aire libre, así como permite la operación de cines y gimnasios con un aforo de 40 por ciento, teatros en espacios cerrados con aforo al 40 por ciento y en espacios abiertos con aforo al 60 por ciento, y casinos con un aforo de 40 por ciento.

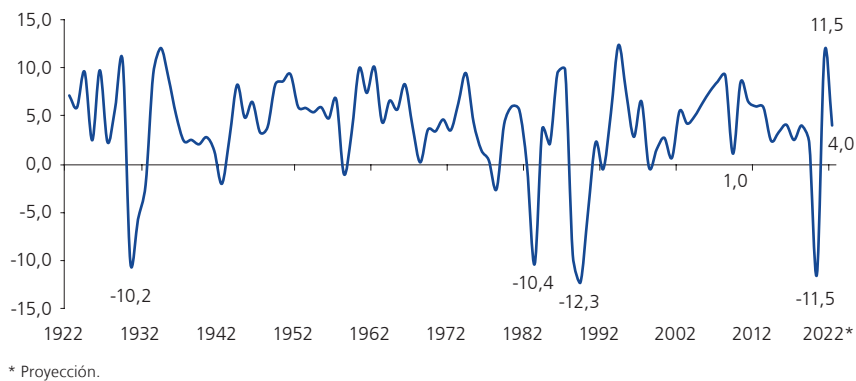
De esta manera se proyecta que el PBI del cuarto trimestre registre una reducción anual menor a la observada en el trimestre previo. Con ello, la actividad registraría una contracción de 11,5 por ciento en 2020, tasa menor que la proyectada en el anterior Reporte de inflación, debido al mejor desempeño, relativo a la proyección previa, de los sectores comercio, servicios y construcción. La proyección de contracción de 2020 se consolidaría como la mayor caída del PBI desde 1989 (-12,3 por ciento).

Gráfico 28
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2022
(Índice desestacionalizado, 4T2019 = 100)



29. Tomando en cuenta la mejora significativa de los términos de intercambio, se revisa al alza el crecimiento de 2021, de 11,0 a 11,5 por ciento, con un repunte más fuerte de la demanda interna, que impulsaría la actividad del sector servicios. En general, el crecimiento del PBI del próximo año estaría sustentado en la recuperación tanto de los sectores primarios como de los no primarios, en un entorno de estabilidad política y social. Este escenario supone la ausencia de una segunda ola de contagios por COVID-19 de impacto significativo en el país y la disponibilidad de una vacuna en 2021.

Gráfico 29
PBI TOTAL, 1922-2022
(Variación % anual)



En el horizonte de proyección la economía proseguiría con una recuperación de 4,0 por ciento en 2022, en un entorno en el que se preserva la estabilidad





macroeconómica y financiera y en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios que impulse la recuperación del empleo y la inversión. Con este ritmo de recuperación, la actividad económica alcanzaría los niveles prepandemia durante el primer trimestre de 2022. Sin embargo, las actividades económicas relacionadas al turismo tendrían una recuperación más gradual, por lo que alcanzarían niveles previos a la crisis en 2023.

Cuadro 16
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
PBI primario	-1,2	-10,3	-7,0	-8,0	9,6	9,5	4,6
Agropecuario	3,4	0,8	1,3	0,7	3,6	2,7	3,0
Pesca	-25,9	-8,8	3,0	3,0	8,5	8,5	4,7
Minería metálica	-0,8	-17,6	-12,5	-14,1	14,4	14,4	4,8
Hidrocarburos	4,6	-10,6	-11,4	-11,1	5,9	6,8	9,0
Manufactura	-8,8	-5,6	-1,3	-1,7	7,7	8,0	4,8
PBI no primario	3,2	-15,7	-14,4	-12,4	11,5	12,0	3,8
Manufactura	1,2	-22,4	-18,5	-17,2	16,9	16,9	2,0
Electricidad y agua	3,9	-8,2	-6,0	-6,1	12,6	7,9	2,3
Construcción	1,5	-28,5	-22,2	-15,6	23,2	17,4	3,8
Comercio	3,0	-20,6	-17,8	-16,2	17,4	18,4	3,3
Servicios	3,8	-12,3	-12,3	-10,6	8,2	9,5	4,3
Producto Bruto Interno	2,2	-14,5	-12,7	-11,5	11,0	11,5	4,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

- a) La producción del **sector agropecuario** creció 0,8 por ciento en el periodo comprendido entre enero y setiembre, debido a mejores resultados agrícolas respecto a la campaña anterior. La tendencia favorable del primer semestre se revirtió en el tercer trimestre por el déficit de lluvias en las sierras norte y centro, que afectaron cultivos de secano (papa, maíz y arroz).

Se revisa el crecimiento del sector en **2020** de 1,3 a 0,7 por ciento, por una mayor caída en la producción agrícola debido al déficit hídrico en la sierra norte y centro y por la ralentización de la demanda de carne de ave en un contexto de pandemia en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre se prevé un incremento de la producción orientada al mercado externo (arándanos, espárrago y uva).

Asimismo, se revisa el crecimiento de **2021** desde 3,6 a 2,7 por ciento debido al déficit hídrico en la campaña agrícola agosto 2020 - julio 2021 en la costa norte, que impactará en la producción de dicha región (arroz, limón, maíz amarillo duro y mango). Se prevé expectativas favorables para la recuperación de la actividad pecuaria, con una mejora del escenario de pandemia y la reactivación del turismo; así como para el crecimiento de la agricultura moderna de exportación (arándanos, uva y palta), con altos rendimientos de plantaciones jóvenes.

Se proyecta un crecimiento de 3,0 por ciento en **2022** por la recuperación de la producción de la costa norte tras el déficit hídrico de 2021, el impulso en la producción de carne de ave luego del escenario de pandemia y la continuidad en el incremento de los rendimientos agrícolas de la producción orientada al mercado externo (uva, palta y arándanos).

- b) La actividad del sector **pesca** registró una caída interanual de 8,8 por ciento entre enero y setiembre de 2020, explicada por una menor captura de especies destinadas al consumo humano directo durante el periodo de cuarentena. Sin embargo, el anuncio del inicio de la segunda temporada de pesca de anchoveta de la zona norte-centro con una cuota de 2,8 millones de toneladas permite que se mantenga el crecimiento de 3,0 por ciento para **2020** proyectado en el Reporte previo.

Condiciones climáticas normales y adecuados niveles de la biomasa de anchoveta permitirían que la actividad del sector crezca 8,5 y 4,7 por ciento en **2021** y **2022**, respectivamente.

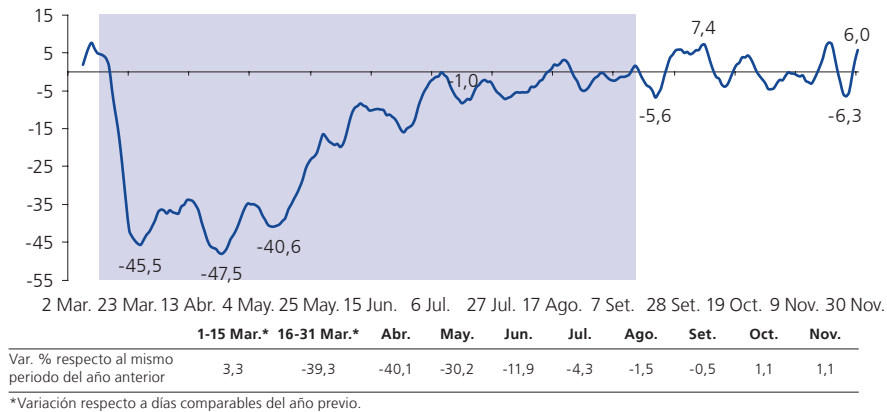
- c) La producción del sector **minería metálica** se redujo 17,6 por ciento en los tres primeros trimestres de 2020. La producción del tercer trimestre mostró una contracción menor respecto al trimestre previo. La extracción de cobre se recuperó por la mayor producción de Cerro Verde, Antapaccay y Antamina, luego de que esta última paralizara operaciones en el mes de mayo. Por su parte, la extracción de zinc se incrementó por la mayor producción de la gran y mediana minería, en especial Antamina y Volcan. De igual manera, la producción de oro mostró una recuperación respecto al anterior trimestre, por la mayor extracción de la gran y mediana minería; sin embargo, al cierre del mes de octubre aún se registran niveles cercanos a cero de la producción artesanal.

El consumo de electricidad del sector se ha recuperado gradualmente desde abril, por el reinicio de las operaciones de la gran minería en el marco de la fase 1 del plan de reanudación de actividades. En junio inició la fase 2, con lo cual se reanudaron las operaciones de la mediana y pequeña minería formal, y en julio, con la fase 3, se reactivaron el resto de las actividades mineras.





Gráfico 30
DEMANDA DIARIA DE ELECTRICIDAD DE LAS MINERAS
 (Var.% 12 meses del promedio móvil 7 días)



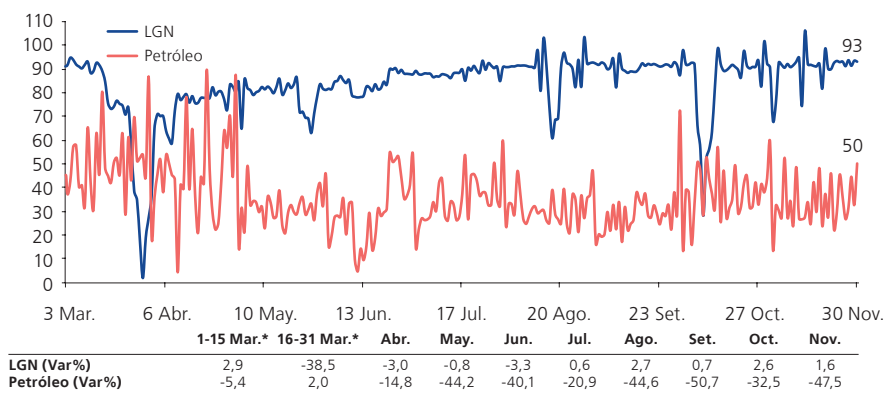
Se espera que la producción del sector promedie una caída de 14,1 por ciento en **2020**, lo que implica una recuperación moderada en el último trimestre del año, aunado a que las empresas de la gran y mediana minería han anunciado menores planes de producción. El crecimiento proyectado de 14,4 por ciento para **2021** se explica por la normalización de la producción minera y la entrada en operación de Mina Justa y la ampliación de Toromocho. De igual manera, se espera que en **2022** la producción del sector minería metálica se incremente 4,8 por ciento por la mayor producción de Toromocho, Mina Justa y la entrada en operación del proyecto Quellaveco.

- d) La producción del sector **hidrocarburos** disminuyó 10,6 por ciento interanual entre enero y setiembre de 2020. La menor actividad del sector en el tercer trimestre se explica por la reducción en la producción de petróleo (-40,2 por ciento) y gas natural (-9,4 por ciento), que fue compensada parcialmente por el incremento de líquidos de gas natural (1,3 por ciento). Sobre el primero, se registró una menor extracción en los lotes ubicados en Loreto, que paralizaron operaciones por la suspensión de labores del Oleoducto Norperuano y por problemas con las comunidades. La producción de gas natural se redujo por la menor extracción en el lote 88, debido a una menor demanda interna.

La producción de hidrocarburos durante el estado de emergencia sanitaria se ha mantenido muy por debajo de sus niveles normales. Petroperú anunció en abril la suspensión del transporte de petróleo por el Oleoducto Norperuano a partir del primero de mayo. La producción de petróleo en el periodo comprendido entre mayo y octubre se ha ubicado en un promedio de 32 mil barriles diarios (una caída de 39,6 por ciento con respecto al

mismo periodo del año anterior), principalmente por la paralización de los lotes 8, 67, 192 y 95. El lote 95 reanudó operaciones a fines de setiembre, desde entonces hasta el 24 de noviembre, el lote se encuentra produciendo a un ritmo promedio de 8 mil barriles diarios.

Gráfico 31
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles)



* Calculado con respecto al promedio mensual de marzo 2019.

Gráfico 32
PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL
(Millones de pies cúbicos diarios)



* Calculado con respecto al promedio mensual de marzo 2019.

La producción de gas natural y líquidos de gas natural se ha reducido durante la cuarentena principalmente por la menor actividad en el lote 88, dirigida al mercado interno. Sin embargo, la producción se ha recuperado de manera progresiva, hasta que en noviembre se registró un incremento





de 5,1 por ciento interanual; por otro lado, la producción de líquidos de gas natural se incrementó 1,6 por ciento por mayores rendimientos del lote 88. Con ello, se espera una caída de la producción del subsector hidrocarburos de 11,1 por ciento para **2020**, mientras que para **2021** se espera un crecimiento de 6,8 por ciento debido a una recuperación de la demanda con respecto al año previo. Se espera que el sector crezca 9,0 por ciento en **2022**, debido al aumento de la producción de petróleo por la mayor actividad en los lotes ubicados en Loreto.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** acumuló una caída anual de 5,6 por ciento entre enero y setiembre de 2020. La caída registrada en el tercer trimestre (3,1 por ciento) fue menor a la contracción de 11,2 por ciento del trimestre previo, en razón a la mayor producción de harina de pescado, y de congelados y conservas de pescado. El incremento de la producción de harina estuvo en línea con las mayores capturas de anchoveta, en el marco de la primera temporada de pesca de la zona norte-centro; mientras que la recuperación de conservas y congelados se dio por un aumento en la captura de jurel y caballa.

La actividad del subsector registraría una reducción de 1,7 por ciento en **2020** principalmente por una menor refinación de petróleo. Cabe resaltar que el aumento de la producción tanto de conservas y productos congelados de pescado en el tercer trimestre no compensaría completamente la caída del trimestre previo. Se estima un crecimiento del subsector de 8,0 por ciento en **2021** favorecido por la reapertura de la refinería de Talara y por la recuperación gradual de las ramas afectadas por la paralización de actividades. Se espera un crecimiento de 4,8 por ciento en **2022**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** cayó 22,4 por ciento entre enero y setiembre de 2020. La tasa de contracción del tercer trimestre (-12,1 por ciento) fue menor a la del trimestre previo (-44,7 por ciento) debido a la menor caída en la producción de bienes de consumo masivo y de aquellos orientados a la inversión. Dentro de los primeros destacaron las variaciones positivas de bebidas alcohólicas, muebles, productos de tocador y limpieza, cacao y productos farmacéuticos. Dentro de los bienes de inversión, destacaron ramas que tuvieron fuertes variaciones negativas en el segundo trimestre y que recuperaron su nivel de producción previo a la pandemia en el tercer trimestre, como la industria de hierro y acero, pinturas y barnices, y cemento.

Se espera que en **2020** la producción del subsector modere su caída a 17,2 por ciento por una recuperación en el cuarto trimestre, periodo en el que continuaría la reanudación de actividades manufactureras. La recuperación de la manufactura no primaria proseguiría en **2021**, con una tasa de incremento de 16,9 por ciento, aunque aún no se restablecerían

los niveles previos a la pandemia. Se proyecta un crecimiento de 2,0 por ciento en **2022**.

- g) La actividad del sector **construcción** acumuló una caída de 28,5 por ciento entre enero y setiembre de 2020. La actividad del tercer trimestre se redujo 4,9 por ciento, contracción significativamente menor al 66 por ciento del trimestre previo. El consumo interno de cemento, principal indicador de la actividad del sector, aumentó 2,3 por ciento en el tercer trimestre debido a la reanudación de obras privadas. La recuperación progresiva del sector responde principalmente a la autoconstrucción, que a su vez se explica por los cambios en los hábitos de gasto de la población durante la pandemia, al destinar mayor porcentaje de sus ingresos a mejoras y reparaciones del hogar. Se espera que la reinserción de actividades continúe en lo que resta del año, con lo que la actividad del sector construcción registraría una disminución de 15,6 por ciento en **2020**.

Se prevé que la recuperación del sector continúe en **2021**, registrando una tasa de crecimiento de 17,4 por ciento, impulsado por una mayor inversión pública y privada. Se estima que en **2022** la actividad del sector aumente 3,8 por ciento.

- h) La actividad del sector **comercio** registró una caída de 20,6 por ciento en el periodo comprendido entre enero y setiembre de 2020. Si bien la actividad del tercer trimestre se redujo 8,2 por ciento por las menores ventas al por mayor **y de vehículos automotores**, mostró una recuperación con respecto al trimestre previo por la implementación de las 3 primeras fases del plan de reanudación de actividades.

Se espera una caída de 16,2 por ciento en **2020** por una menor demanda interna y una recuperación gradual de la venta de vehículos impulsado por el desarrollo del comercio electrónico. La actividad del sector comercio crecería 18,4 por ciento en **2021** como resultado de la gradual recuperación de la demanda interna. De igual manera, se espera que en **2022** el sector crezca en 3,3 por ciento.

- i) La actividad del sector **servicios** se redujo 12,3 por ciento interanual entre enero y setiembre de 2020. El sector registró una contracción de 10,9 por ciento en el tercer trimestre debido principalmente al menor dinamismo de los subsectores de (i) alojamiento y restaurantes (-61,5 por ciento), el cual habría sido la rama más afectada debido a la paralización del sector turismo y al alto grado de interacción entre personas que requiere el sector, (ii) transporte y almacenamiento (-28,4 por ciento), y (iii) servicios prestados a empresas (-20,9 por ciento).

El alto grado de interacción personal que gran parte del sector requiere dificultará su recuperación este año, por lo que promediaría una caída de





10,6 por ciento en **2020**. Asimismo, esta proyección toma en cuenta un impacto de la pandemia más prolongado sobre las ramas ligadas al turismo, como restaurantes y alojamiento, respecto a los demás subsectores. Se espera una recuperación del sector de 9,5 por ciento en **2021**, mientras que para **2022** se espera un crecimiento de 4,3 por ciento.

PBI gasto

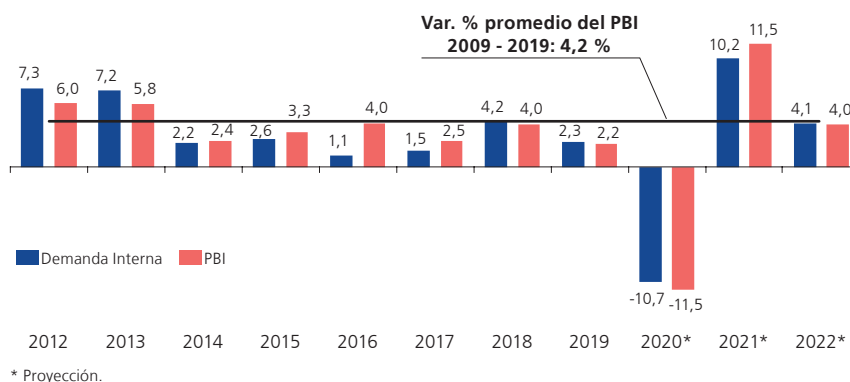
30. La evolución de la demanda interna entre enero y setiembre de 2020 (-13,5 por ciento interanual) estuvo afectada por el aislamiento social obligatorio, la interrupción de actividades y el incremento de la incertidumbre, lo cual impactó negativamente sobre el mercado laboral y la confianza de las familias e inversionistas. En tanto, los envíos al exterior retrocedieron en 22,1 por ciento en el mismo periodo, por la menor producción local y la recesión a nivel global.

Con la flexibilización del aislamiento social obligatorio y las medidas excepcionales orientadas a evitar un rompimiento de la cadena de pagos de la economía, se ha observado desde mayo una gradual reversión en los componentes de la demanda interna. Asimismo, la recuperación de la demanda mundial, sumada a la menor incertidumbre, ha permitido una menor caída de las exportaciones. En la misma línea, el 26 de setiembre y el 6 de diciembre entraron en vigencia la fase 4 del plan de reactivación y su ampliación, respectivamente; y la inversión pública comenzó a registrar por primera vez tasas positivas, con lo que se espera que en el cuarto trimestre la caída del PBI se modere a 3,0 por ciento interanual. Dicha contracción sería menor a las observadas en el segundo y tercer trimestre del año (-29,8 y -9,4 por ciento, respectivamente).

Con ello, se proyecta una contracción del PBI de 11,5 por ciento en **2020**, caída menor a la estimada en el Reporte previo (-12,7 por ciento). La revisión obedece a una mayor inversión bajo la forma de autoconstrucción y una menor contracción de la inversión pública y del consumo privado. Asimismo, se espera una menor tasa de contracción de las exportaciones no tradicionales, respecto a lo proyectado previamente, debido al mejor desempeño de las agroexportaciones y de la manufactura no primaria. De igual manera, el crecimiento de **2021** se revisa al alza, de 11,0 a 11,5 por ciento, debido a la mejor perspectiva de los términos de intercambio, que impactarían positivamente sobre el consumo privado.

En el horizonte de proyección el PBI se recuperaría apoyado en el efecto positivo de las medidas de estímulo sobre el gasto privado, la reanudación de proyectos de inversión, la recuperación de la confianza y las mejores condiciones del mercado laboral y de la demanda global. El escenario base asume controles sanitarios adecuados con un enfoque focalizado y sin rebrotes de contagios significativos, acompañado de un esquema ordenado de vacunación en el año entrante.

Gráfico 33
DEMANDA INTERNA Y PBI: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



Cuadro 17
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

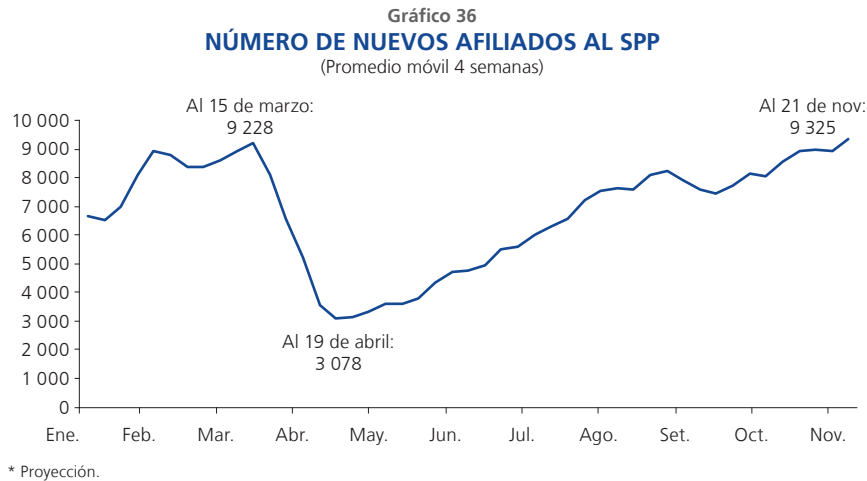
	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
Demanda interna	2,3	-13,5	-12,3	-10,7	9,5	10,2	4,1
Consumo privado	3,0	-11,4	-10,0	-9,8	8,0	8,8	4,7
Consumo público	2,1	0,5	6,1	5,4	4,3	5,7	-0,8
Inversión privada	4,0	-28,0	-28,5	-20,0	20,0	17,5	4,5
Inversión pública	-1,4	-33,7	-19,0	-18,0	11,0	14,0	4,0
Var. de inventarios (contribución)	-0,5	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	0,8	-22,1	-22,0	-18,8	17,8	15,3	5,1
Importaciones	1,2	-19,2	-21,1	-16,5	11,7	10,1	5,5
Producto Bruto Interno	2,2	-14,5	-12,7	-11,5	11,0	11,5	4,0
Nota:							
Gasto público	1,0	-8,6	-1,1	-1,2	5,9	7,7	0,4
Demanda interna sin inventarios	2,9	-14,1	-12,1	-10,3	9,4	10,0	4,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

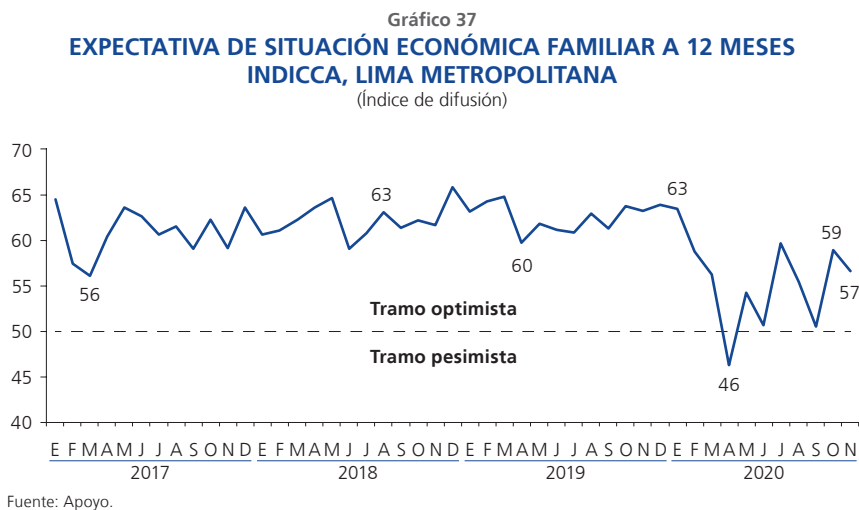
31. Los indicadores del **consumo privado** han mostrado una evolución consistente con la reapertura gradual de la economía y la flexibilización de la cuarentena en gran parte del país. El mercado laboral se ha recuperado parcialmente en línea con la reanudación de actividades, hecho que contribuyó a la recuperación del consumo.
- a) En el trimestre móvil a noviembre se registró una reducción interanual de 16,5 por ciento en la población ocupada de Lima Metropolitana, equivalente a una pérdida de 800 mil empleos respecto al mismo periodo



desde mayo tras caer a su menor nivel en abril (3 mil nuevos afiliados). El incremento de afiliados a la tercera semana de noviembre se encuentra en 5,6 por ciento por encima del nivel registrado en el mismo periodo de 2019.



- d) La confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar para los próximos 12 meses, se ha mantenido en terreno optimista desde mayo.



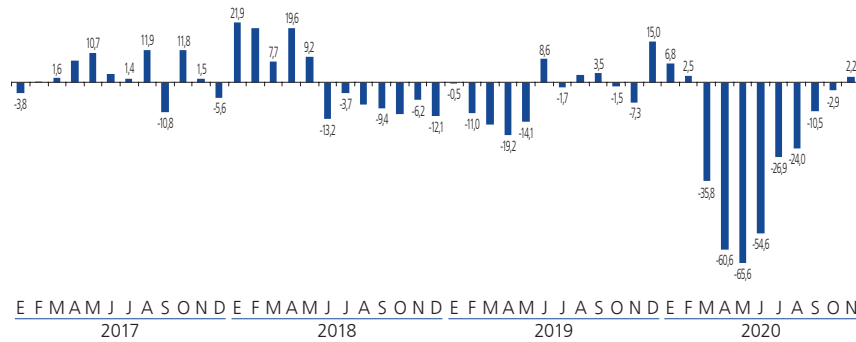
- e) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero se incrementó en 2,2 por ciento en noviembre, mostrando una tasa de crecimiento positiva tras nueve meses de caída. Este indicador ha evolucionado favorablemente desde junio, impulsado por la reapertura gradual de la





economía y la flexibilización de la cuarentena, factores que incrementaron el acceso de los consumidores a bienes anteriormente restringidos.

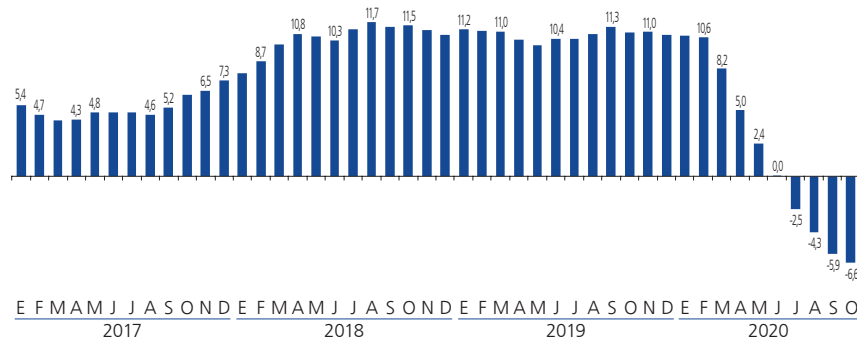
Gráfico 38
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Variación porcentual interanual)



Fuente: SUNAT – Aduanas.

- f) El crédito de consumo registró por primera vez una tasa positiva de crecimiento mensual en octubre, desde que comenzó la pandemia. En términos interanuales, el crédito real de consumo a octubre se contrajo en 6,6 por ciento. Esta caída se debe al menor uso de tarjetas de crédito y a la reducción de préstamos vehiculares, afectados por el cambio de hábitos de gasto durante la pandemia y a la restricción a la venta de automóviles durante la cuarentena, respectivamente.

Gráfico 39
CRÉDITO REAL DE CONSUMO
(Variación porcentual interanual)

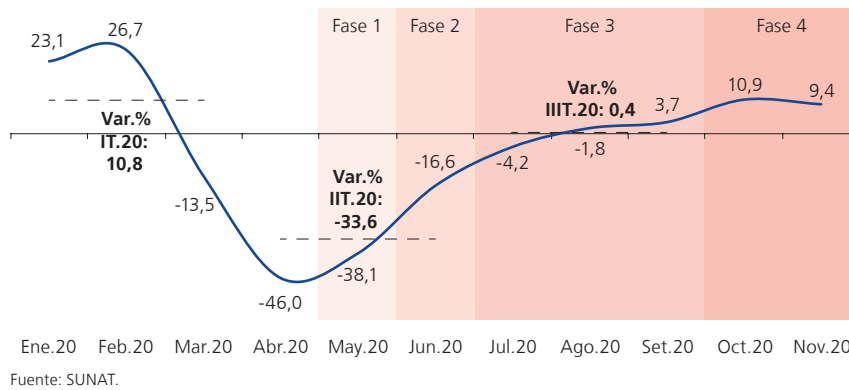


Fuente: BCRP.

- g) El valor en términos reales de los comprobantes electrónicos del sector comercio y servicios, indicador de alta frecuencia del consumo privado, confirma la reversión en la dinámica de esta variable. La reapertura de la

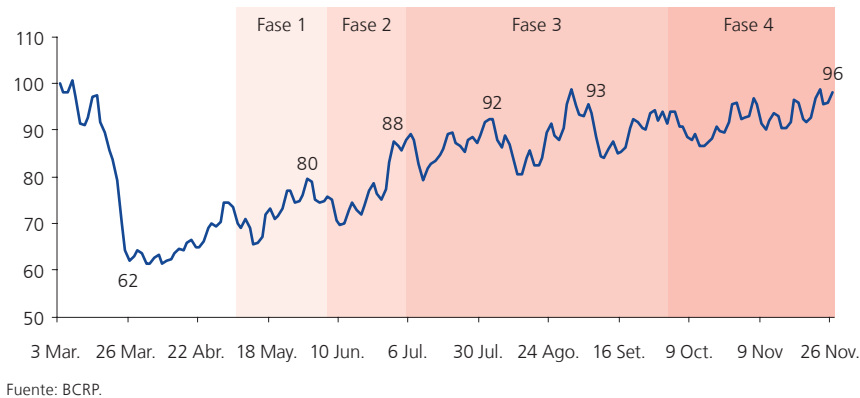
mayoría de sectores, junto a los estímulos implementados por el gobierno, han logrado que las ventas de los sectores ligados al consumo privado registren tasas de crecimiento positivas a partir de agosto.

Gráfico 40
COMPROBANTES ELECTRÓNICOS DEL SECTOR COMERCIO Y SERVICIOS
(Var. % real anual)



- h) El número de transacciones de clientes realizadas en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) ha continuado recuperándose en los últimos meses, explicado por la flexibilización de las restricciones de movilización y la reapertura de las actividades productivas. No obstante, este indicador aún se encuentra un 4 por ciento por debajo de los niveles registrados a inicios de marzo.

Gráfico 41
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE CLIENTES EN EL LBTR
(Promedio móvil 7 días, índice 100 = 3 de marzo)



32. Los indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la **inversión privada** también continúan con la reversión observada a partir de mayo. La reanudación de los proyectos de construcción estipulados en las tres primeras

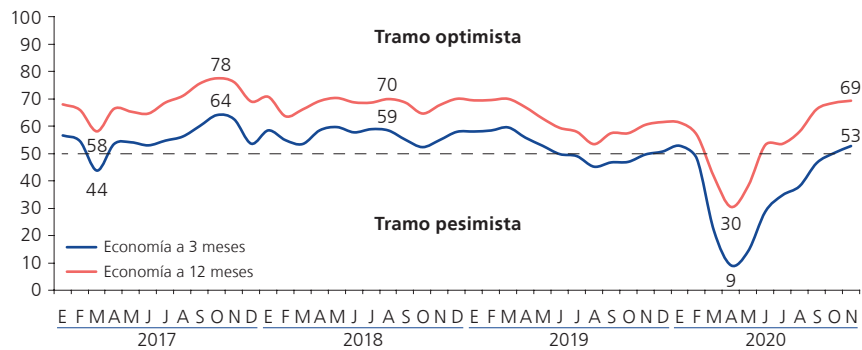




fases del plan de reactivación y la mejor perspectiva de la actividad global han impulsado una recuperación de la confianza empresarial.

- a) En un contexto de reapertura económica y perspectivas favorables acerca de la evolución futura de la pandemia, las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía han continuado recuperándose. Desde octubre las expectativas a 3 meses se encuentran nuevamente en el tramo optimista, tal como se observó con las expectativas a 12 meses desde junio.

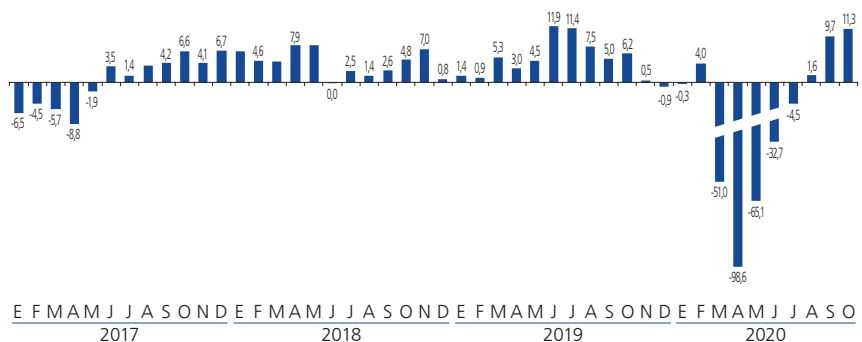
Gráfico 42
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
 (Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

- b) El consumo interno de cemento, indicador de inversión en construcción, creció en agosto por primera vez desde el inicio de la cuarentena, y el ritmo de expansión se ha acelerado en los meses siguientes. Así, en octubre mostró una tasa de crecimiento de 11,3 por ciento, la cual se explica en parte por la mayor asignación de gastos del hogar a autoconstrucción.

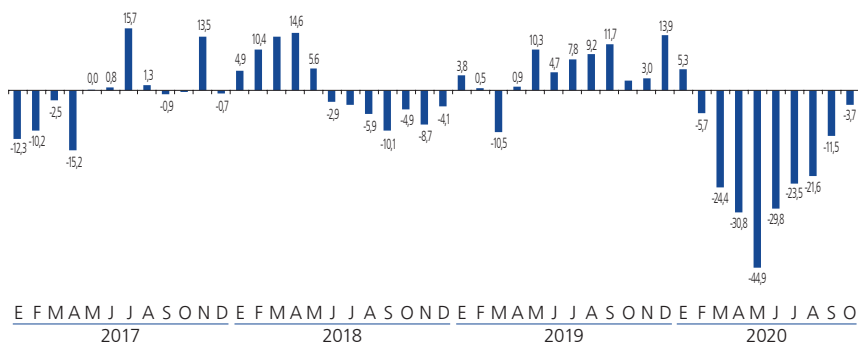
Gráfico 43
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO
 (Variación porcentual interanual)



Fuente: Empresas cementeras.

- c) Las importaciones de bienes de capital -excluyendo materiales de construcción y celulares- registraron una reversión gradual en los últimos meses, explicado por la progresiva entrada en operación de proyectos que estuvieron paralizados.

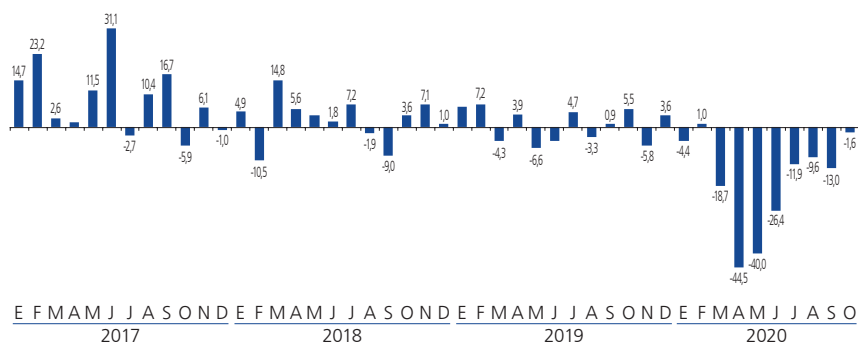
Gráfico 44
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL*
(Variación porcentual interanual)



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

33. El volumen de exportaciones de octubre registró una tasa de contracción significativamente menor a la observada en abril (-44,5 por ciento), impulsado por la reanudación de la producción local y la recuperación de la demanda externa. Los envíos de productos no tradicionales del último mes registraron tasas de crecimiento positivas en términos interanuales, principalmente por productos agropecuarios como arándanos y uvas. Por su parte, los productos tradicionales continúan por debajo de sus niveles previos a la crisis, principalmente por hidrocarburos, productos mineros como oro y zinc y pesqueros como harina.

Gráfico 45
VOLUMEN DE EXPORTACIONES TOTALES
(Variación porcentual interanual)



Fuente: SUNAT-Aduanas.





34. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con la producción de los tres primeros trimestres del año. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los agentes proyectan una contracción de entre 10,0 y 12,6 por ciento para el presente año, una recuperación de entre 4,0 y 9,0 por ciento para 2021 y un crecimiento estable entre 4,0 y 4,5 por ciento para 2022.

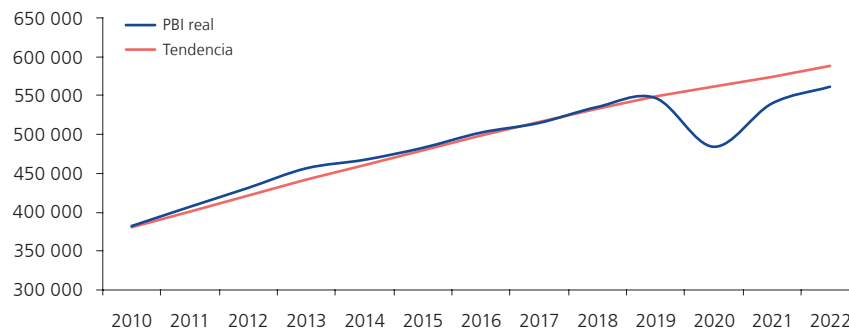
Cuadro 18
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	RI Dic.19	RI Set.20	RI Dic.20*
Sistema Financiero			
2020	3,0	-13,0	-12,6
2021	3,3	8,0	9,0
2022	-	-	4,0
Analistas Económicos			
2020	3,0	-13,0	-12,2
2021	3,5	8,0	9,0
2022	-	-	4,5
Empresas No Financieras			
2020	3,2	-11,5	-10,0
2021	3,5	3,8	4,0
2022	-	-	4,0

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

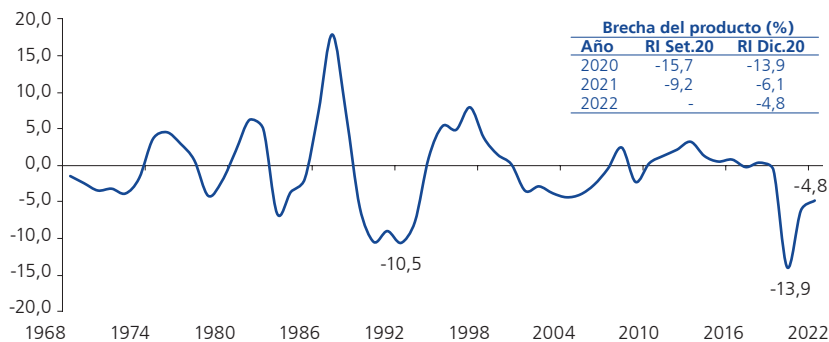
35. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI observado y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque de COVID-19, se estima sería negativa en alrededor de 14 por ciento para 2020, siendo su registro histórico más alto. Este resultado incorpora la menor acumulación de capital originada por la caída de 20,0 por ciento de la inversión privada y 18,0 por ciento de la inversión pública, que explicarán 3,7 y 0,8 puntos porcentuales de la contracción del PBI de 2020, respectivamente. La brecha de 14 por ciento responde tanto a factores de demanda como de oferta, estimados aproximadamente en la mitad cada uno. Entre estos últimos se encuentran la menor utilización de capital de los sectores más intensivos en contacto humano, los mayores costos de las medidas sanitarias y la menor productividad por la reasignación de capital humano de los sectores afectados por la pandemia a otros sectores, ocasionado por la falta de experiencia y habilidades que necesitan para sus nuevos puestos laborales. Esto se observa principalmente en los sectores no transables debido a las restricciones en el aforo de los locales que tienen por objetivo evitar aglomeraciones, lo cual genera que las empresas no ofrezcan sus bienes y servicios de manera eficiente.

Gráfico 46
PBI REAL Y TENDENCIA*
(Millones de soles de 2007)



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

Gráfico 47
BRECHA DEL PRODUCTO*
(En porcentaje del PBI tendencial)



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

36. El **consumo privado** de los primeros tres trimestres del año cayó 11,4 por ciento explicado por el deterioro del mercado laboral, por las restricciones al acceso a ciertos bienes y servicios, y por la menor confianza del consumidor respecto a niveles previos a la crisis. Para el cuarto trimestre se espera que el gasto de las familias continúe su gradual reversión, impulsado por un mercado laboral en recuperación, un mayor acceso a bienes y servicios que anteriormente estaban



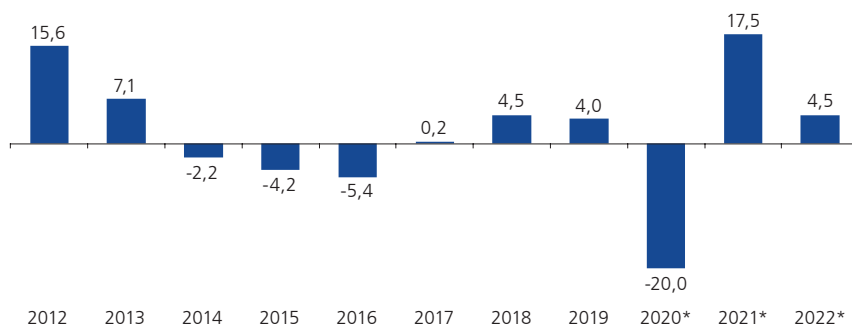


restringidos y por el otorgamiento del segundo tramo del bono universal. De esta manera, el consumo privado promediaría una caída de 9,8 por ciento en 2020, tasa ligeramente menor a la proyectada en el Reporte previo (10,0 por ciento).

Se estima un crecimiento del consumo privado de 8,8 por ciento en 2021, mayor al estimado en el Reporte previo (8,0 por ciento). Esta corrección obedece a la mejor perspectiva de los términos de intercambio, que impactaría positivamente en el nivel de ingresos de la economía. El consumo continuaría recuperándose en 2022 (4,7 por ciento), en un contexto de condiciones favorables del mercado laboral y un nivel de actividad similar al previo a la crisis.

37. La **inversión privada** cayó 28,0 por ciento interanual en el periodo comprendido entre enero y setiembre de 2020, debido a la interrupción de actividades decretada por el Gobierno. Sin embargo, en el tercer trimestre se observó una evolución mejor que la esperada, ligada a la actividad del sector construcción, específicamente en actividades de autoconstrucción. Por ello, se prevé que la inversión privada registraría en 2020 una contracción de 20,0 por ciento, significativamente menor que la proyectada en el Reporte previo (-28,5 por ciento). Se prevé que este componente se recuperaría en 17,5 por ciento en 2021, en medio de una mejora de la confianza empresarial y condiciones financieras de largo plazo favorables. La inversión de 2022 crecería 4,5 por ciento, tras la finalización del escenario de pandemia.

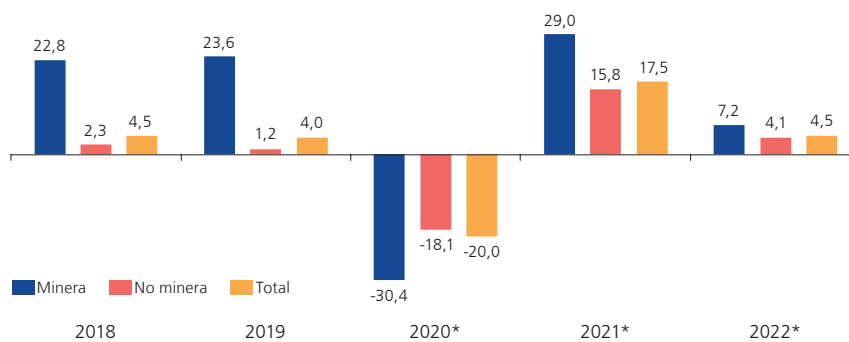
Gráfico 48
INVERSIÓN PRIVADA: 2012 - 2022*
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

- a) En el **sector minero**, las inversiones se sostuvieron durante la cuarentena en parte por contratos ya pactados por las empresas, sobre todo en lo referente a equipamiento minero. La inversión minera a octubre de 2020 fue de US\$ 3 281 millones, impulsada principalmente por las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 108 millones), Marcobre (US\$ 411 millones) y Chinalco (US\$ 223 millones). La proyección considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total), Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones). Adicionalmente, se espera que proyectos como Corani (US\$ 0,6 mil millones), Integración Coroccohuayco (US\$ 0,6 mil millones) y San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) inicien su construcción en 2021, mientras que los proyectos Pampa del Pongo (US\$ 2,2 mil millones) y Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones) lo harían en 2022.

Gráfico 49
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



* Proyección.

- b) En **infraestructura**, con el reinicio paulatino de las actividades del sector construcción, se espera retomar la inversión en diferentes proyectos, destacando la Línea 2 del Metro de Lima que, según OSITRAN, a noviembre presenta un avance del 34 por ciento. En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, las obras se reanudaron en julio, y se estima que la nueva torre de control estaría lista en 2021 y la segunda pista de aterrizaje en 2022. Respecto a la





construcción del Terminal Portuario San Martín, se tiene previsto que finalice en la primera mitad de 2021. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, esta continuaría y se espera que culmine en 2022 con una capacidad de 2,9 millones de contenedores y 9,9 millones de toneladas de carga anual.

Cuadro 19
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2020-2022

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Marcobre	Mina Justa
	Chinalco	Ampliación de Mina Toromocho
	Antapaccay	Coroccohuayco
	Bear Creek	Corani
HIDROCARBUROS	Cálida Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Surtigas	Masificación del gas natural Piura
ELECTRICIDAD	ISA Perú	Enlace 500 kV Mantaro - Carapongo
	Engie	Central eólica Punta Lomitas
	CSF Continua Misti	Planta solar en Arequipa
	GAZ Energie	Planta térmica en Ica
	Energy Development Corp.	Central geotérmica
INDUSTRIA	Fospac	Planta de fosfatos
	Corporación Aceros Arequipa	Ampliación de planta en Pisco
	Precor	Mega Planta en Chilca
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Consorcio Transportadora Salaverry	Puerto Salaverry
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Covi Perú	Red Vial Pucusana - Ica

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

Para el periodo 2020-2022, **Proinversión** reporta una cartera por más de US\$ 7,5 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.

Cuadro 20
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2020-2022
 (Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	7 540
Anillo Vial Periférico	2 049
Parque Industrial de Ancón	650
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	637
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	600
Proyecto Minero Algarrobo	350
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	291
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	232
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	200
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	165
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	163
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	148
Essalud Piura	144
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Modernización Empresa Regional de Electricidad Electro NOROESTE	123
Hospital Militar Central	115
Essalud Chimbote	110
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	95
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	72
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	60
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	57
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Ciudad de Cajamarca	55
Línea de Transmisión 138 KV Puerto Maldonado-Iberia y Subestación Valle del Chira	50
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Subestación Chincha Nueva DE 220/60 KV, Subestación Nazca Nueva DE 220/60 KV	38
Desaladora Ilo	37
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chincha	35
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Saneamiento rural Loreto	28
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
IPC Cusco	19
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Centro San Cristobal	14
Longitudinal de la sierra tramo 4	n.d.*
SITGAS	n.d.*
Línea de Transmisión 220 kV Subestación Reque - Nueva Carhuaquero	n.d.*

*No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.

Fuente: Proinversión.

38. La **inversión pública** se contrajo en 33,7 por ciento durante los primeros tres trimestres del año, debido principalmente a la interrupción de proyectos durante el periodo de cuarentena. Esta situación se viene revirtiendo en el cuarto trimestre, con lo que la inversión pública caería 18,0 por ciento en 2020. Esta tasa de caída es menor a la proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre (-19,0 por ciento) debido al avance del gasto en inversión registrado en octubre y noviembre.

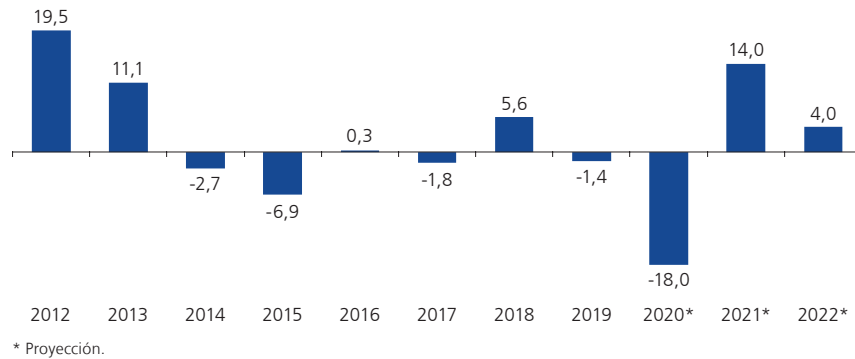
Se espera que la inversión pública de 2021 y 2022 crezca 14,0 y 4,0 por ciento, respectivamente, como resultado del mayor gasto en obras de Reconstrucción,





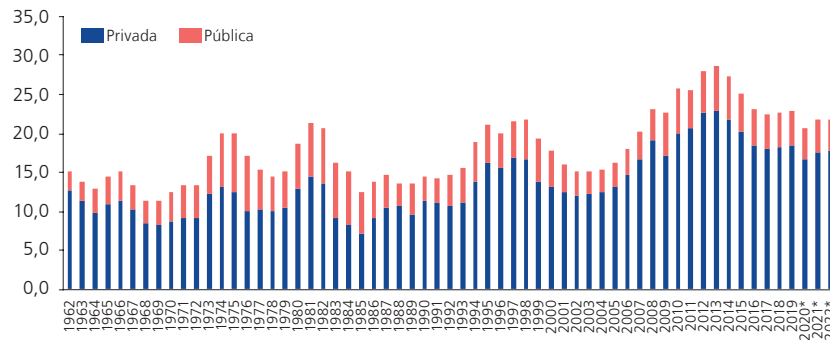
proyectos del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad, la implementación de los Proyectos Especiales de Inversión Pública, y el impulso de obras paralizadas, entre otros.

Gráfico 50
INVERSIÓN PÚBLICA: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



39. La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, se reduciría 1 punto porcentual del producto hacia 2022, respecto al nivel de 2019, ubicándose en 21,9 por ciento del PBI real. Se espera que la inversión continúe creciendo en los siguientes años, una vez que la economía recupere los niveles de actividad económica previos a la crisis, lo cual requiere preservar la estabilidad macroeconómica, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apunten la productividad de la economía.

Gráfico 51
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2022
(Porcentaje del PBI real)



40. Se proyecta que el **ahorro interno** se reduzca ligeramente, de 19,9 por ciento del PBI en 2019 a 19,6 por ciento en 2020, debido a que la contracción del

ahorro público superaría el incremento del ahorro privado. El ahorro público se reduciría en 7,4 puntos porcentuales del PBI entre 2019 y 2020, debido al uso de recursos del Estado para enfrentar la pandemia y por la caída de los ingresos recaudados ante la menor actividad económica. Por su parte, el ahorro del sector privado se elevaría a 23,9 por ciento del producto, el más alto desde que se tiene registro de la serie histórica de brechas ahorro-inversión (1970). Este incremento obedece a la menor caída de los ingresos respecto a la del consumo y al cambio de hábitos de gasto durante la pandemia. Después de 13 años, y debido a la caída en el ratio de inversión bruta interna respecto al año previo, se registraría un ahorro externo negativo de 0,7 por ciento del PBI.

La recuperación de la inversión bruta interna en 2021 como consecuencia de la reanudación de proyectos públicos y privados reduciría la brecha externa a 0,1 punto porcentual del PBI. Tras la normalización del escenario sanitario a nivel global y la recuperación de la actividad económica, el ahorro público revertiría su tendencia negativa debido a un menor déficit fiscal, compensando la caída del ahorro privado, con lo que la brecha externa se cerraría en 2022.

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

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Set.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
1 Inversión Bruta Interna^{1/}	21,4	18,2	17,6	18,9	19,0	19,9	19,9
2 Ahorro Interno	19,9	18,4	17,5	19,6	17,5	20,0	20,0
Brecha Externa (=2-1)	-1,5	0,2	-0,1	0,7	-1,6	0,1	0,0
1.1 Inversión Bruta Interna Privada ^{1/}	16,8	15,2	13,4	14,7	14,8	15,6	15,7
1.2 Ahorro Privado	16,9	21,2	22,5	23,9	18,4	20,2	18,7
Brecha Privada (=1.2-1.1)	0,1	6,0	9,1	9,2	3,6	4,5	3,0
2.1 Inversión Pública	4,6	3,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
2.2 Ahorro Público	3,0	-2,8	-5,0	-4,4	-0,9	-0,2	1,2
Brecha Pública (=2.2-2.1)	-1,6	-5,8	-9,2	-8,6	-5,1	-4,4	-3,0

*Proyección.

^{1/}Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP.

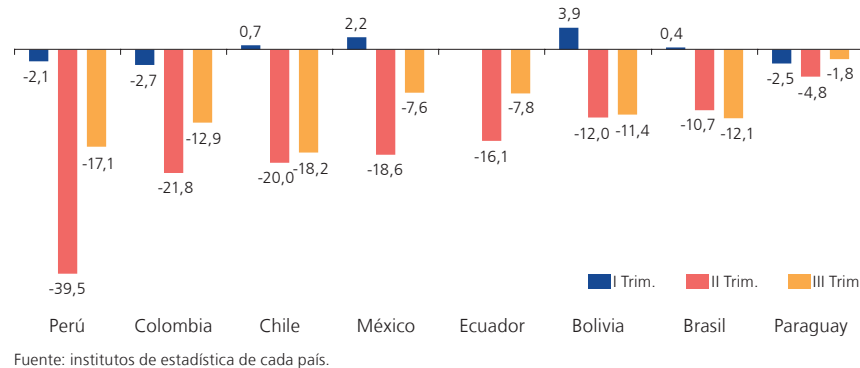
Empleo

41. El mercado laboral peruano fue fuertemente afectado durante la pandemia. La paralización de actividades impactó de manera directa en la población ocupada, mientras que la inmovilización social obligatoria dificultó la búsqueda de empleo y, por tanto, la reincorporación de los desempleados a la fuerza laboral. Por ello, la caída del número de ocupados en Perú se reflejó en un incremento de la población inactiva. A comparación de otros países de la región, Perú registró la mayor contracción de la población ocupada (-39,5 por ciento) en el segundo trimestre, y la segunda mayor reducción después de la registrada en Chile en el tercer trimestre.





Gráfico 52
POBLACIÓN OCUPADA
(Variación porcentual anual)



42. El reinicio de la mayoría de actividades que son intensivas en mano de obra y la flexibilización de las restricciones de inmovilización se tradujo en un incremento de la población ocupada de 10,3 millones en el segundo trimestre a 14,3 millones en el trimestre subsiguiente. No obstante, respecto al mismo periodo del año anterior, 2,9 millones de personas perdieron su trabajo, lo que implica una contracción interanual de 17,1 por ciento. Esta caída se explica principalmente por la reducción de 21,7 por ciento de puestos de trabajo en el área urbana, y, en menor medida, por la reducción de 0,7 por ciento del empleo rural, que, al estar mayoritariamente ligado al sector agrícola, se vio menos afectado.

Cuadro 22
INDICADORES DE EMPLEO NACIONAL
(En millones de personas)

	2019		2020			
	3T	4T	1T	2T	3T	4T*
A. Población Edad de Trabajar	24,6	24,7	24,7	24,9	24,9	25,0
B. Población Económicamente Activa	17,8	18,0	17,4	11,3	15,8	17,7
C. Tasa de Participación	72,6	73,1	70,2	45,3	63,3	70,8
D. Población Ocupada	17,2	17,4	16,5	10,3	14,3	16,4
1. Urbano	13,4	13,5	12,6	6,7	10,5	12,5
a. Formales dependientes ^{1/}	5,1	5,3	5,1	4,6	4,8	5,0
b. Informales e independientes	8,2	8,2	7,5	2,1	5,6	7,5
2. Rural	3,8	3,9	3,9	3,5	3,8	3,9
E. Desocupados (B-D)	0,6	0,6	0,9	1,0	1,5	1,3
F. Tasa de desempleo (E/B)	3,5	3,6	5,1	8,8	9,6	7,3

^{1/} Aquellos trabajadores dependientes registrados en la Planilla Electrónica.

* Proyección.

Fuente: ENAHO, Sunat.

A pesar de que 2,9 millones de personas perdieron su empleo, la población desempleada solo se incrementó 0,9 en millones debido a que 2,1 millones de personas dejaron la fuerza laboral, con lo cual la tasa de participación disminuyó 9,3 puntos porcentuales.

43. La caída del empleo se dio de manera diferenciada, afectando principalmente a los trabajadores informales del área urbana que laboraban en los sectores comercio y servicios.⁷ El empleo informal en el segundo y tercer trimestre se redujo 53,1 y 21,8 por ciento, respectivamente, y se espera que recién en el cuarto trimestre registren tasas de caída similares a las del empleo formal.

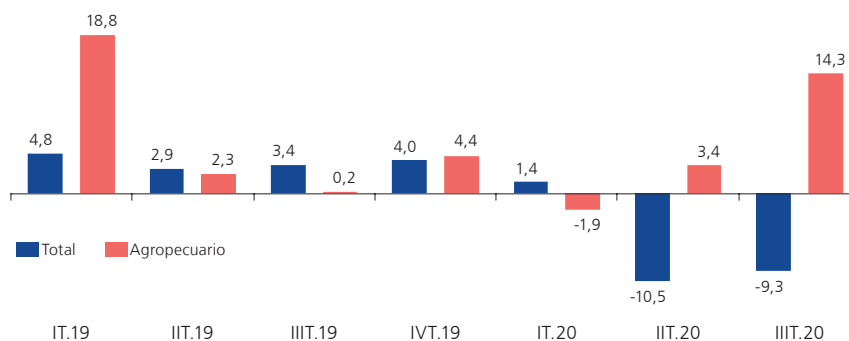
Cuadro 23
POBLACIÓN OCUPADA POR SITUACION DE FORMALIDAD
(En millones y variaciones porcentuales)

	I-2019	II	III	IV	I-2020	II	III	IV
Población Ocupada	16,8	17,0	17,2	17,4	16,5	10,3	14,3	16,4
Formales dependientes	5,0	5,0	5,1	5,3	5,1	4,7	4,8	5,0
Independientes e informales	11,9	12,0	12,1	12,1	11,4	5,6	9,4	11,4
(Var. Porcentual anual)								
Formales dependientes	2,3	2,1	2,9	3,7	2,7	-7,2	-6,0	-4,4
Independientes e informales	1,0	2,6	2,1	2,1	-4,1	-53,1	-21,8	-5,9

Fuente: Sunat e INEI.

En tanto, para el sector formal privado, los datos reportados en la Planilla Electrónica registran una disminución de 10,5 y 9,3 por ciento en el segundo y tercer trimestre, respectivamente (en promedio se perdieron 350 mil puestos de trabajo). Es de resaltar que en este periodo se dio un importante aumento del empleo formal en el sector agropecuario moderno, asociado a las agroexportaciones. Solo en el tercer trimestre se incrementaron 60 mil puestos de trabajo.

Gráfico 53
PUESTOS DE TRABAJO DEL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)



⁷ Para estimar estas variaciones se parte del total de la población ocupada de la ENAHO y del total de personas con trabajo formal de la Planilla Electrónica, por diferencia se obtiene la población informal que comprende tanto a los trabajadores dependientes informales como a los trabajadores independientes.





44. Las actividades de los sectores servicios y comercio han sido las más afectadas por las severas restricciones para controlar la pandemia, por lo que el empleo en estos sectores registra las mayores reducciones (se perdieron 3,2 millones empleos), contrastando con el aumento del empleo en el sector agropecuario.

Cuadro 24
INDICADORES DE EMPLEO NACIONAL
(En millones de personas)

	Tercer Trimestre					
	2019		2020		Var. 2020/2019	
	2019	%	2020	%	%	Miles
Total	17 200	100	14 257	100	-17,1	-2 942
- Agropecuario	3 890	22,6	4 689	32,9	20,5	799
- Pesca	124	0,7	79	0,6	-35,9	-44
- Minería	231	1,3	105	0,7	-54,6	-126
- Manufactura	1 533	8,9	1 237	8,7	-19,3	-296
- Construcción	1 008	5,9	889	6,2	-11,8	-119
- Comercio	3 259	18,9	2 290	16,1	-29,7	-968
- Servicios	7 156	41,6	4 968	34,8	-30,6	-2 187

Fuente: ENAHO

45. Según información de la Encuesta Permanente de Empleo (EPE) para Lima Metropolitana, los ingresos han registrado una disminución en esta región, principalmente el de los trabajadores independientes. En el trimestre móvil setiembre-noviembre, el ingreso promedio de los trabajadores dependientes disminuyó 6,2 por ciento, mientras que el de los independientes 31,5 por ciento, principalmente en los sectores construcción y servicios.

Cuadro 25
INGRESO PROMEDIO EN LIMA METROPOLITANA
(En soles corrientes)

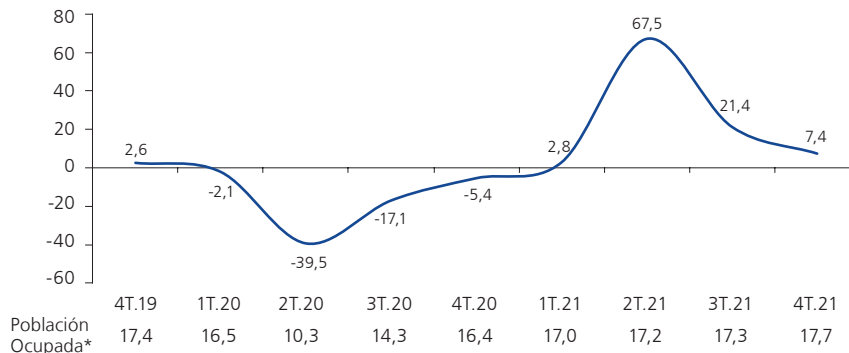
	Setiembre - Noviembre					
	Dependientes			Independientes		
	2019	2020	Var %	2019	2020	Var %
Ingreso promedio	1 927	1 807	-6,2	1 628	1 116	-31,5
Por sector productivo:						
Manufactura	1 713	1 485	-13,3	1 482	1 057	-28,7
Construcción	1 902	1 702	-10,5	2 506	1 244	-50,4
Comercio	1 490	1 292	-13,3	1 380	965	-30,1
Servicios	2 032	2 057	1,3	1 720	1 179	-31,5

Fuente: INEI.

46. A medida que las restricciones de confinamiento sean más flexibles, se espera que el empleo se recupere en el cuarto trimestre del año y en 2021. Así, se proyecta que hacia el final de 2020 la población ocupada alcance un nivel de 16,4

millones de personas. No obstante, dadas las restricciones vigentes en ciertos sectores formales (restaurantes, educación, entretenimiento y hoteles), se espera que las personas que retornen a la población ocupada lo hagan principalmente al mercado laboral informal, en empleos autogenerados (independientes) y en los sectores comercio y servicios que regularmente generan el 56 por ciento del empleo informal urbano. Para 2021 se espera un crecimiento promedio del empleo de 20,3 por ciento.

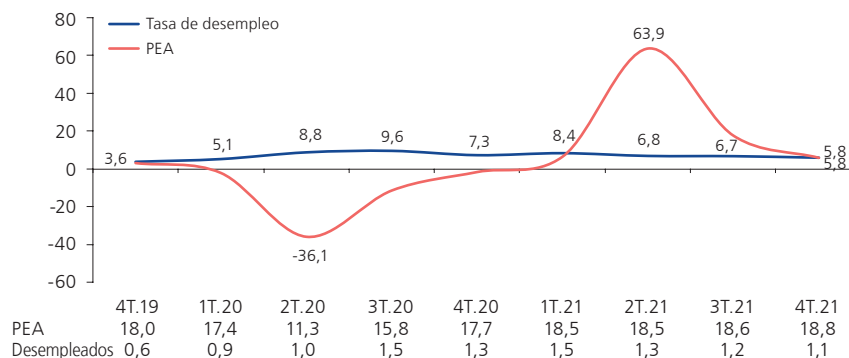
Gráfico 54
EVOLUCIÓN DE LA PEA OCUPADA
(Tasa de crecimiento)



* En millones de personas.

Se proyecta que la tasa de desempleo alcance 7,3 por ciento en el cuarto trimestre de 2020, equivalente a 1,3 millones de personas buscando trabajo, y en 2021 sea en promedio 6,9 por ciento.

Gráfico 55
PEA Y TASA DE DESEMPLEO NACIONAL 1/
(PEA en var. % anual y tasa de desempleo como % de la PEA)



* En millones de personas.

1/ El desempleo es estacionalmente más alto en el primer trimestre.





Recuadro 3 ESTIMACIÓN DEL NÚMERO DE REPRODUCCIÓN (R) PARA PERÚ

Una herramienta importante de análisis respecto a la evolución de la pandemia para la toma de decisiones es el estimado del número de reproducción efectivo del COVID-19.

El número de reproducción R

El número de reproducción R mide la capacidad de transmisión de una enfermedad; es decir, qué tan infecciosa es una enfermedad. Usualmente, se analizan dos números de reproducción: R_0 o R básico y R_t o R efectivo. El R básico mide la capacidad de transmisión de una enfermedad al inicio de esta, cuando todos los individuos de la población son susceptibles; es decir, mide el grado de contagio natural de una enfermedad. Por ejemplo, si se asume que el R básico del COVID-19 es 3 significa que en una población donde nadie es inmune y no se toman acciones para controlar el brote de la enfermedad, cada individuo infectado transmite el virus a tres personas en promedio. El R_0 excluye los nuevos casos producidos por los casos secundarios.

El R efectivo permite medir el número promedio de personas que en un momento de tiempo "t" pueden contagiarse de casos secundarios de contagios. Evidentemente, las acciones implementadas para evitar la propagación de una enfermedad disminuyen su capacidad de transmisión y por ende el R efectivo. En el caso del COVID-19, se espera que el distanciamiento social y la utilización de mascarillas disminuyan la transmisibilidad del virus y, por ende, que el R efectivo disminuya.

Los epidemiólogos sostienen que la única forma de combatir el COVID19 es entender y gestionar en función al R efectivo. Los valores de tiene diferentes implicancias: (i) si $R > 1$, el número de nuevos casos crece en el tiempo y la enfermedad prolifera; (ii) si $R = 1$, el número de casos nuevos se mantiene constante; y (iii) si $R < 1$, el número de casos nuevos disminuye en el tiempo. Durante la pandemia del COVID-19, los países empezaron a reducir las restricciones de aislamiento cuando R_t registró niveles menores a 1. Si se reduce por debajo de 1 y también se reduce el número de contagios en general, el virus se vuelve manejable.

Metodología de estimación

Para estimar el número de reproducción R_t , se utilizó el siguiente modelo de espacio de estados⁸:

$$\text{Ecuación de observación: } I_{t+1} \sim \text{Poisson}(I_t e^{\theta_t})$$

$$\text{Ecuación de estado: } \theta_t \sim N(\theta_{t-1}, \sigma)$$

8 La estimación se basa en Vladeck (2020), <https://tomvladeck.com/2020/04/15/rt-ssm.html>.

donde t representa días. I_t es el número total de personas contagiadas en los últimos 20 días⁹; es decir, es un indicador suavizado del ritmo de contagios. La variable θ_t es la tasa esperada de crecimiento en el ritmo de los contagios. Esta variable puede ser expresada como $\theta_t = \gamma(R_t - 1)$, donde γ es la inversa del número de días que demora la aparición de síntomas en una persona infectada (intervalo serial) y es el número de reproducción efectivo. En este modelo, θ_t es la variable de estado no observable pues depende de R_t que no es observable:

$$R_t = \frac{\theta_t}{\gamma} + 1$$

El modelo espacio de estados se estima utilizando el filtro de Kalman. De esta forma, R_t se obtiene a partir de la estimación de $\theta_t = \gamma(R_t - 1)$.

Se puede apreciar que si el ritmo de contagios crece $\theta_t > 0$, entonces $R_t > 1$. Cuando el ritmo de contagios deja de crecer se tiene $\theta_t = 0$ y por tanto $R_t = 1$, mientras que si el ritmo de contagio está en franco descenso $\theta_t < 0$ se obtiene $R_t < 1$.

En el caso del COVID-19, se estima que el intervalo serial se encuentra entre 4 y 8 días. Las estimaciones que se presentan asumen que el intervalo serial es 6 días¹⁰, es decir $1/\gamma = 6$.

Estimados de R

El insumo principal en la estimación de R_t es el número de nuevos infectados, a partir del cual se calcula I_t . Sin embargo, esta cifra no solo refleja la transmisibilidad del virus sino también la intensidad en la realización de pruebas aplicadas para detectar infectados. Además, las cifras oficiales de infectados sólo se computan a partir del día de detección y no a partir del inicio de síntomas. Es decir, la variable I_t observada tiene errores de medición y deben usarse con cautela en la medición de R.

Tomando en cuenta este problema de medición, se estiman diferentes versiones de R que se diferencian en la aproximación de la cifra de nuevos infectados de acuerdo con el siguiente cuadro.

9 Si fuera I_t el número acumulado de personas contagiadas en "t", entonces R nunca sería menor a 1. Para permitir la posibilidad de que $R < 1$, se asume que I_t representa el número total de personas contagiadas en los últimos N días. En este caso, $N=20$.

10 Nishiura, Linton y Akhmetzhanov (2020) estiman que es 4.6 días con un intervalo de confianza al 95% entre 3.5 y 5.9. Ver: [https://www.ijidonline.com/article/51201-9712\(20\)30119-3/pdf](https://www.ijidonline.com/article/51201-9712(20)30119-3/pdf).





VERSIONES DE NUEVOS INFECTADOS DIARIOS UTILIZADOS PARA LAS ESTIMACIONES DE VERSIONES CORRESPONDIENTES DEL NÚMERO R

Versión	Definición	Fuente
I1	Número oficial de nuevos infectados que fueron identificados con cualquier tipo de prueba	Sala Situacional MINSA
I1*	Número oficial de nuevos infectados que fueron identificados solo con pruebas PCR ¹¹ .	Datos Abiertos MINSA
I2	Número de nuevos infectados estimados a partir de las cifras oficiales de muertes	Sala Situacional MINSA
I3	Número de nuevos infectados estimados a partir de los estimados de excesos de muertes.	SINADEF
I3*	Número de nuevos infectados estimados a partir de los estimados de excesos de muertes ajustados por corrección de sesgo de fin de muestra.	SINADEF

Las versiones I2, I3 e I3* son aproximaciones de contagios estimados a partir de cifras de muertes. La versión I2 corresponde a la cifra oficial de muertes publicada diariamente en la Sala Situacional COVID-19. En cambio, I3 e I3* corresponden a las cifras de fallecimientos diarios con certificados de defunción que atribuyen COVID-19, Coronavirus o SARS-CoV-2 como posible causa de muerte. Esta última información se obtiene del Sistema Informático Nacional de Defunciones (SINADEF).

El SINADEF publica estas estadísticas conforme va llegando información al sistema informático y por ello son posibles de corregirse hacia atrás. Las cifras de muertes del día anterior suelen ser relativamente bajas respecto a los demás días porque aún no llega toda la información de fallecidos del día anterior. Con el paso de los días, la información se estabiliza y refleja la verdadera cifra de muertes de ese día. Por ello, las cifras en tiempo real tienen un sesgo hacia abajo por publicación temprana. Para controlar este sesgo, nuestro cálculo I3 corta la serie de fallecidos hasta unos días atrás para obviar las cifras sesgadas mientras que I3* considera una corrección estadística del sesgo sobre la base de las correcciones históricas que se tienen que hacer con las cifras hasta que se estabilicen.

Para estimar el número de infectados a partir del número de muertes, se asume que: (i) Entre la infección y la muerte de una persona (si sucede) transcurren aproximadamente 7 días y (ii) La tasa de fatalidad de los casos de COVID-19 es 3,4 (según la Organización Mundial de la Salud). Bajo estos supuestos, el estimado del número de infectados el día t , se obtiene según la siguiente fórmula:

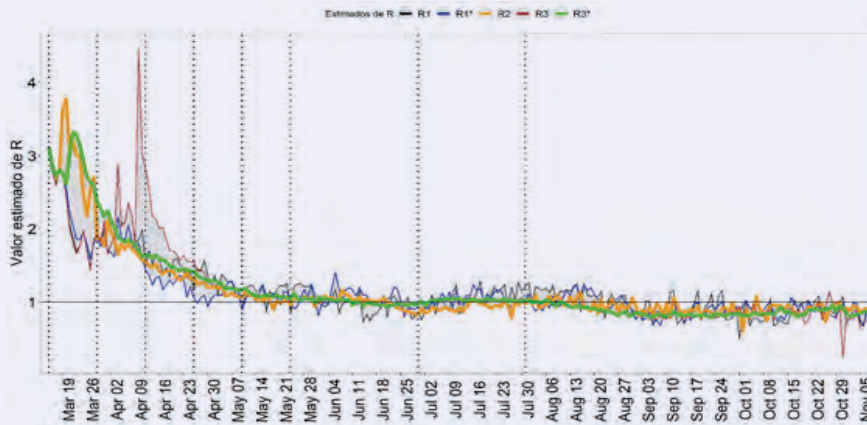
$$I_t = \frac{M_{t+7}}{\phi}$$

Dado que la estimación I_t está en función del adelanto de las muertes, la estimación de los 7 días más recientes de I_t requiere predecir el número de muertes.

En total, se estiman cinco R's alternativos: R1 basado en I1, R1* basado en I1*, R2 basado en I2, R3 basado en I3 y R3* basado en I3*. El siguiente gráfico muestra la evolución de los diferentes estimados de R efectivo; las líneas verticales punteadas indican las fechas en las que se extendió el periodo de aislamiento social obligatorio.

11 PCR hace referencia a las siglas en inglés de "Reacción en Cadena de la Polimerasa". La prueba PCR es una prueba de diagnóstico que permite detectar un fragmento del material genético de un patógeno o microorganismo.

ESTIMADOS DEL NÚMERO DE REPRODUCCIÓN R

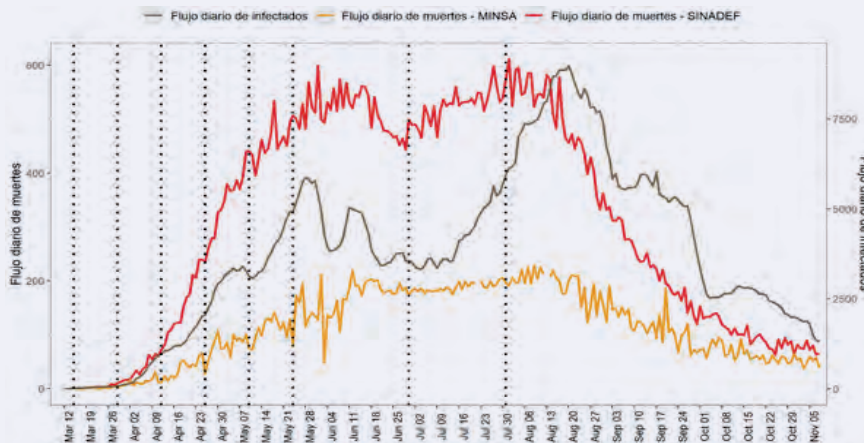


Fuente: MINSA y SINADEF.

Se observa que desde fines de agosto los diferentes estimados del número de reproducción se sitúan por debajo de 1, lo cual implica que el contagio se encuentra en una fase decreciente.

Este resultado es consistente con la evolución reciente del número de infectados y fallecidos. El ritmo de contagios detectados se ha desacelerado desde fines de agosto. Como se observa en el siguiente gráfico, el flujo diario de infectados (promedio móvil de los últimos 7 días) se redujo de casi 9 000 a finales de agosto a menos de 2 000 a inicios de noviembre. Durante el mismo periodo, el flujo de muertes se redujo aproximadamente de 600 a 60 casos según SINADEF y de 300 a 40 casos según MINSA.

EVOLUCIÓN DEL FLUJO DIARIO DE INFECTADOS Y MUERTES POR COVID-19



Nota: El flujo de infectados es un promedio móvil de los nuevos casos detectados en los últimos 7 días.
Fuente: MINSA y SINADEF.





Recuadro 4 IMPACTOS AGREGADOS DEL CHOQUE COVID-19

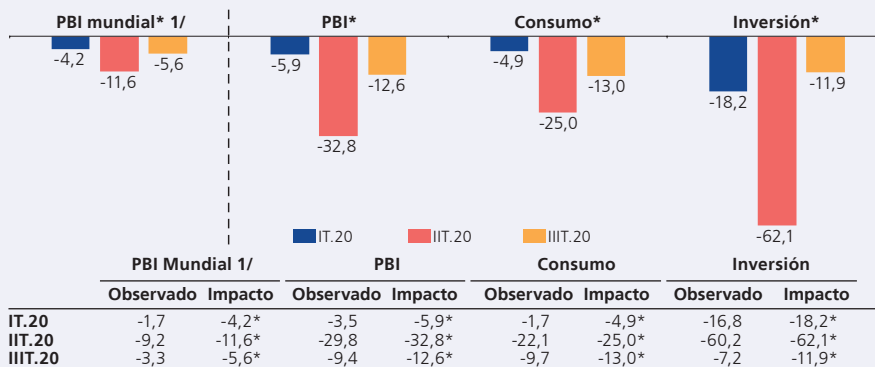
En este recuadro se identifican los factores que explican los principales efectos macroeconómicos de la pandemia. A lo largo de este año, los diferentes indicadores de actividad económica registraron fluctuaciones sin precedentes, lo cual dificulta tanto el análisis de los canales de transmisión de los choques, así como la elaboración de proyecciones macroeconómicas.¹² El impacto de la pandemia en las principales variables macroeconómicas se captura en las variaciones observadas de gran magnitud que no eran predecibles antes del choque. Consecuentemente, para medir los efectos de la pandemia se comparan los datos observados del año 2020 respecto a sus respectivas proyecciones realizadas en diciembre 2019, consideradas como un escenario contrafactual sin pandemia.

Para ello, se extiende la metodología propuesta por Primiceri y Tambalotti (2020)¹³ al caso de una pequeña economía abierta para estimar los impactos agregados del choque COVID-19 en la economía peruana. De esta forma, condicional a que se mantienen los mecanismos de transmisión habituales, se analizan los desvíos de las proyecciones para el año 2020 y se identifica la contribución del choque COVID-19 al desvío de la proyección del PBI.

En el siguiente gráfico se presentan los resultados asociados al ejercicio de proyección. Cada barra representa desvíos de los valores ejecutados respecto de los valores hipotéticos sin pandemia. Destaca que el mayor desvío de las variables internas (PBI, consumo e inversión) ocurre en el segundo trimestre de 2020, consistente con las medidas de control de la pandemia implementadas por el gobierno.

EFFECTO DEL COVID-19 EN LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS EN 2020

(En puntos porcentuales sobre la tasa de crecimiento interanual)



Nota: Las columnas "Observado" reportan las tasas porcentuales de crecimiento interanual registradas en los datos mientras que las columnas "Efecto COVID-19" contienen los desvíos en la proyección (en puntos porcentuales) sobre dichas tasas a consecuencia de la pandemia (variación no predecible). Con excepción de los precios de materias primas, el modelo predice tasas de crecimiento interanuales positivas para el año 2020 en el escenario hipotético sin pandemia, es por ello que el efecto COVID-19 siempre supera en magnitud a las tasas de crecimiento observadas.
1/ PBI-G20 como proxy de producción mundial.

* Efecto COVID-19 diferente de cero con un 90 por ciento de probabilidad.

12 La mayor dificultad surge debido a que los mecanismos habituales de transmisión podrían perder relevancia ante este evento que, además de ser de gran escala, es persistente y se materializa en paralelo en diferentes sectores. Así, la fiabilidad de los modelos econométricos comúnmente empleados para pronósticos (que se estiman utilizando información de eventos frecuentemente observados) podría verse comprometida ante un evento tan inusual como el COVID-19.

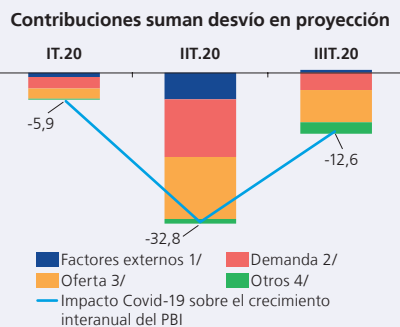
13 Primiceri y Tambalotti (2020). "Macroeconomic Forecasting in the Time of COVID-19".

La metodología permite identificar que, de no haberse materializado el choque COVID-19, las tasas de crecimiento interanuales para la inversión privada, el PBI y el consumo hubiesen sido mayores en 62, 33 y 25 puntos porcentuales, respectivamente. Es decir, las variaciones registradas en dichas variables a lo largo de 2020 han sido extremadamente atípicas debido a la pandemia. Asimismo, los resultados obtenidos sugieren una recuperación rápida de la actividad económica para el tercer trimestre del presente año que se refleja en un menor desvío de cada variable respecto al escenario de proyección sin pandemia para 2020.

Por su parte, las magnitudes de los desvíos respecto a su proyección inicial de otras variables, como la cuenta corriente, los precios de principales metales exportados, el tipo de cambio real y la tasa de interés interna, son mucho menores y se encuentran en línea con sus respectivos desvíos históricos.

El siguiente gráfico muestra la contribución del choque COVID-19 sobre el desvío en la proyección del crecimiento del PBI¹⁴. Los resultados sugieren que la principal contribución de la desviación del PBI respecto a su proyección original para el primer trimestre fue de origen doméstico mediante factores de demanda (42 por ciento) y de oferta (38 por ciento) asociados a la cuarentena instaurada en los últimos 15 días del trimestre, seguido de factores externos (16 por ciento) asociados principalmente a la caída del PBI mundial.

DESCOMPOSICIÓN DEL EFECTO DEL CHOQUE COVID-19 SOBRE EL PBI



Contribuciones suman 100

	IT.20	IIT.20	IIIT.20
Factores externos 1/	16	18	-5
Factores domésticos reales	80	79	85
Demanda 2/	42	38	30
Oferta 3/	38	41	55
Otros 4/	4	3	20

1/ Factores externos incluyen los choques COVID-19 al PBI mundial, índice de precio de principales metales exportados por Perú y la tasa de interés internacional.
 2/ Se considera como proxy de factores de demanda a los choques COVID-19 sobre consumo e inversión privada.
 3/ Se considera como proxy de factores de oferta al choque COVID-19 sobre PBI.
 4/ Incluye los choques COVID-19 a las variables del segmento financiero y a la cuenta corriente.

En el segundo trimestre la principal contribución a la caída del PBI fueron los factores domésticos de oferta (41 por ciento) y de demanda (38 por ciento), asociados a las medidas para el control de la pandemia, seguido de factores externos (18 por ciento). Por su parte, la menor caída del PBI observada en el tercer trimestre se encuentra explicada tanto por factores de oferta, asociados a la reapertura gradual de la economía, como también a factores domésticos de demanda vinculados en parte a las medidas de estímulo monetario. La contribución de factores externos es positiva en el tercer trimestre, explicado en gran medida por un incremento en los precios de *commodities*.

Asimismo, los resultados sugieren que los canales financieros de amplificación y propagación no han tenido mayor incidencia, lo que estaría asociado a la respuesta de la política monetaria del BCRP.

14 Se asume que las variables más exógenas del modelo corresponden al sector externo, mientras que las más endógenas al segmento financiero doméstico, lo que es razonable si se asume que no hay sorpresas de política monetaria en este contexto. Por su parte, las variables reales domésticas se encuentran en un nivel intermedio de endogeneidad. Esto es, éstas reaccionan contemporáneamente a los choques originados en el sector externo, pero no responden (al menos contemporáneamente) a los choques originados en el segmento financiero doméstico.





IV. Finanzas públicas

47. El déficit fiscal continuó en aumento desde la publicación del último Reporte de Inflación de setiembre, pasando de 5,6 a 7,7 por ciento del PBI entre agosto y noviembre. Este incremento obedeció al mayor gasto no financiero y a los menores ingresos corrientes del gobierno general. Los gastos no financieros reflejaron principalmente las transferencias del Gobierno Nacional para otorgar el segundo Bono Familiar Universal (D.U. N°098-2020) de S/ 760. Entre el 10 de octubre y fines de noviembre se han habilitado recursos que permitirían beneficiar a 6,9 millones de hogares de un total de 8,4 millones.

Gráfico 56
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2020
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)

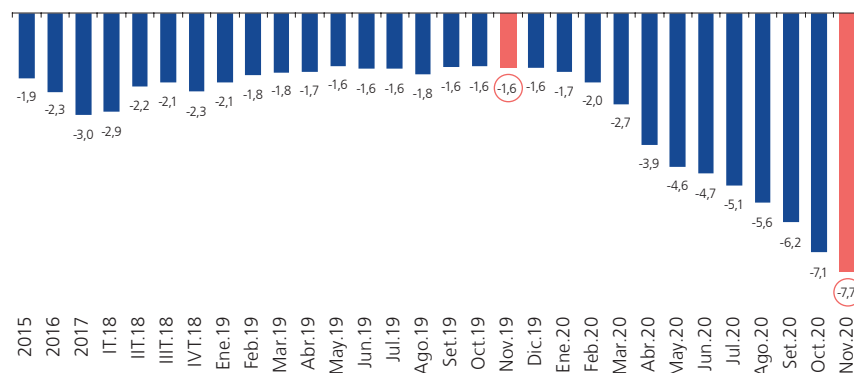


Gráfico 57
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2015-2020
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)

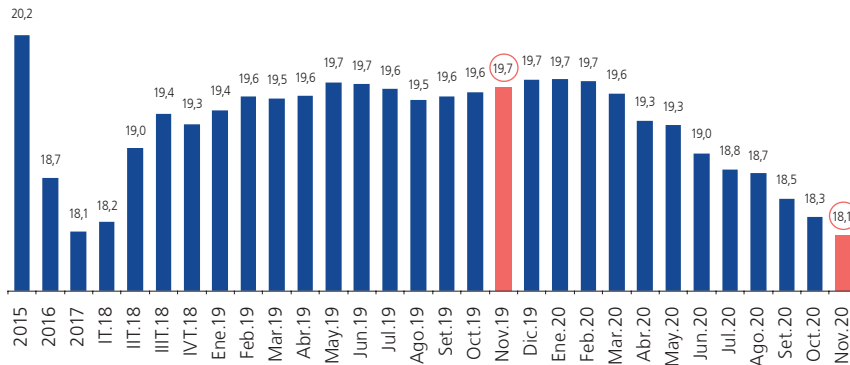
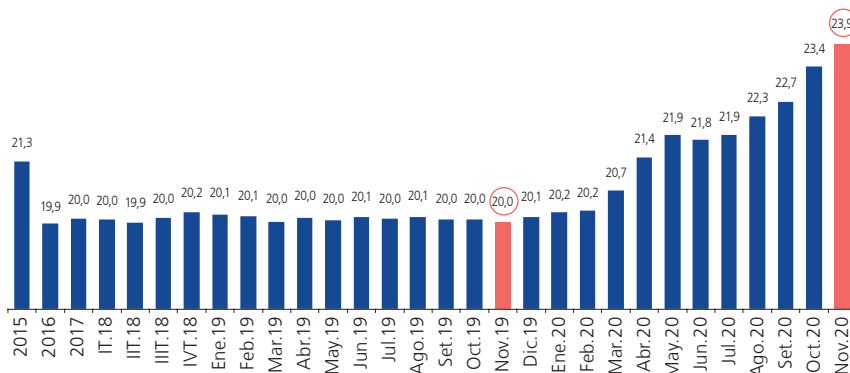


Gráfico 58
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2015-2020
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Los ingresos, por su parte, reflejaron el impacto de la contracción de la actividad económica en la recaudación.

48. Tomando en cuenta la evolución de los gastos e ingresos fiscales, se reduce la proyección de **déficit fiscal** de 9,2 a 8,6 por ciento del PBI para 2020 y de 5,1 a 4,4 por ciento para 2021, en comparación con el Reporte de setiembre. Esta revisión responde principalmente a una recaudación de ingresos corrientes mayor que la prevista en setiembre, en línea con la recuperación de la actividad económica observada y esperada en el horizonte de proyección. Asimismo, influyó en esta revisión el impacto menor que el previsto del fraccionamiento tributario en los ingresos.





Hacia fines de 2022, el déficit fiscal se ubicaría en 3,0 por ciento del PBI en un escenario que prevé que ya se habrían disipado los efectos del COVID-19 en la actividad económica y en la recaudación tributaria, así como la consolidación del gasto corriente.

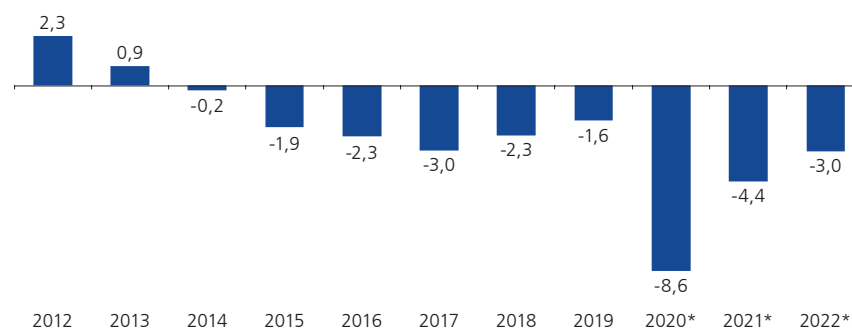
El escenario base de proyección de cuentas fiscales no incluye gastos fiscales adicionales por alrededor de S/ 16 mil millones originados por la Ley N° 31083 en tanto su constitucionalidad estaría por ser determinada por el Tribunal Constitucional.

Cuadro 26
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020*		2021*		2022*	
		Ene.-Nov.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
1. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	18,1	18,0	18,0	18,7	18,8	19,7
<i>Variación % real</i>	4,3%	-19,4%	-19,5%	-17,8%	15,3%	17,4%	9,3%
2. Gastos no financieros del gobierno general	20,1	23,0	25,1	24,6	22,2	21,6	21,0
<i>Variación % real</i>	1,3%	8,3%	10,8%	10,5%	-2,3%	-1,1%	1,6%
Del cual:							
Gasto corriente	15,5	19,1	20,7	20,2	17,8	17,1	16,4
<i>Variación % real</i>	3,3%	15,3%	17,9%	17,3%	-4,4%	-4,7%	0,0%
Formación bruta de capital	4,0	3,0	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9
<i>Variación % real</i>	-4,7%	-24,0%	-18,8%	-16,7%	13,7%	16,8%	6,8%
3. Otros	0,1	-0,2	-0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,2	-5,1	-7,6	-6,9	-3,4	-2,8	-1,3
5. Intereses	1,4	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
6. Resultado económico	-1,6	-6,9	-9,2	-8,6	-5,1	-4,4	-3,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 59
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012- 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Ingresos corrientes

49. La reducción proyectada de los **ingresos corrientes** en 2020, 17,8 por ciento en términos reales, sería menor que la estimada en el Reporte previo. Esta evolución estaría en línea con la menor contracción de la actividad económica proyectada y con un menor impacto del fraccionamiento tributario que el contemplado en setiembre.

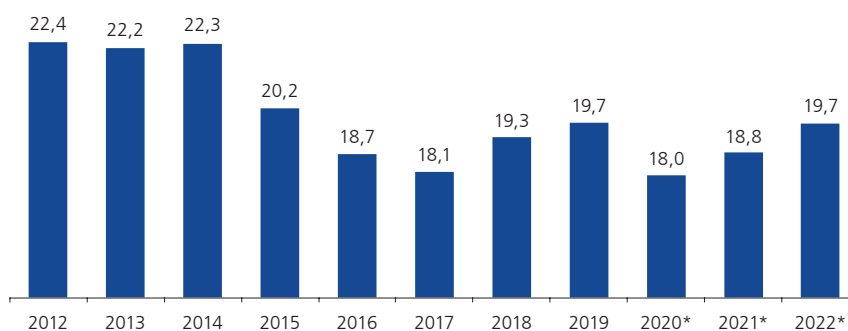
Cuadro 27
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020*		2021*		2022*	
		Ene.-Nov.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	R.I. Dic.20	R.I. Dic.20
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,8	13,6	13,3	13,4	14,1	14,1	15,0
Impuesto a la Renta	5,7	5,6	5,4	5,4	5,3	5,3	5,9
Impuesto General a las Ventas	8,2	7,8	7,6	7,8	7,9	8,0	8,2
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,6	1,7	1,6	1,9	1,8	1,9
Devolución de impuestos	-2,3	-2,5	-2,4	-2,4	-2,2	-2,2	-2,2
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,0	4,4	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
Contribuciones sociales	2,2	2,3	2,1	2,3	2,1	2,3	2,3
Recursos propios y transferencias	1,7	1,5	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Canon y Regalías	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Resto	0,5	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3
TOTAL	19,7	18,1	18,0	18,0	18,7	18,8	19,7

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

El crecimiento proyectado de los ingresos corrientes para 2021 se revisa al alza, de 15,3 a 17,4 por ciento en términos reales, con respecto al Reporte previo, por el impacto esperado del mayor nivel de actividad económica en la recaudación tributaria. Como porcentaje del producto, los ingresos corrientes se ubicarían en 18,8 y 19,7 por ciento en 2021 y 2022, respectivamente.

Gráfico 60
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.



**Gastos no financieros**

50. Se reduce ligeramente la proyección de crecimiento real de **los gastos no financieros** de 10,8 a 10,5 por ciento en 2020, y en términos del PBI, los gastos se reducirían de 25,1 a 24,6 por ciento, con respecto al Reporte previo. Como porcentaje del PBI, esta revisión se explica principalmente por el nivel de producto, mayor que el proyectado en setiembre.

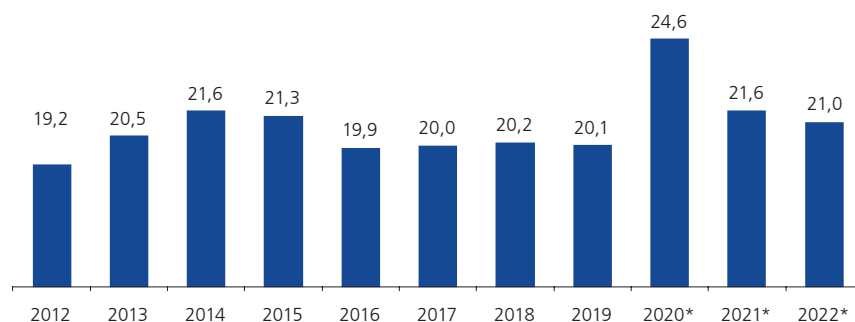
La proyección considera la entrega del nuevo **Bono para la Reactivación Económica** a los trabajadores del Sector Público, la cual se dará en diciembre de 2020. Este nuevo bono es adicional al aguinaldo por Navidad que reciben los trabajadores públicos.

Cuadro 28
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Nov.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
GASTO CORRIENTE	15,5	19,1	20,7	20,2	17,8	17,1	16,4
Gobierno Nacional	10,5	13,3	14,3	13,9	12,1	11,4	11,0
Gobiernos Regionales	3,5	4,0	4,3	4,2	3,9	3,8	3,7
Gobiernos Locales	1,6	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
GASTO DE CAPITAL	4,6	3,8	4,5	4,4	4,3	4,5	4,7
Formación Bruta de Capital	4,0	3,0	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9
Gobierno Nacional	1,5	1,1	1,4	1,3	1,5	1,4	1,4
Gobiernos Regionales	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Gobiernos Locales	1,6	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
Otros	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7
TOTAL	20,1	23,0	25,1	24,6	22,2	21,6	21,0
Gobierno Nacional	12,6	15,2	16,5	16,0	14,1	13,4	13,1
Gobiernos Regionales	4,3	4,7	5,1	5,1	4,7	4,7	4,6
Gobiernos Locales	3,2	3,1	3,6	3,6	3,3	3,5	3,4

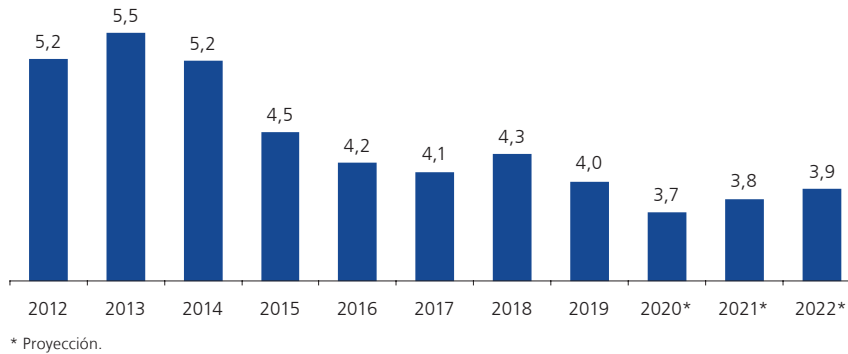
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 61
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 62
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
 (Porcentaje del PBI)

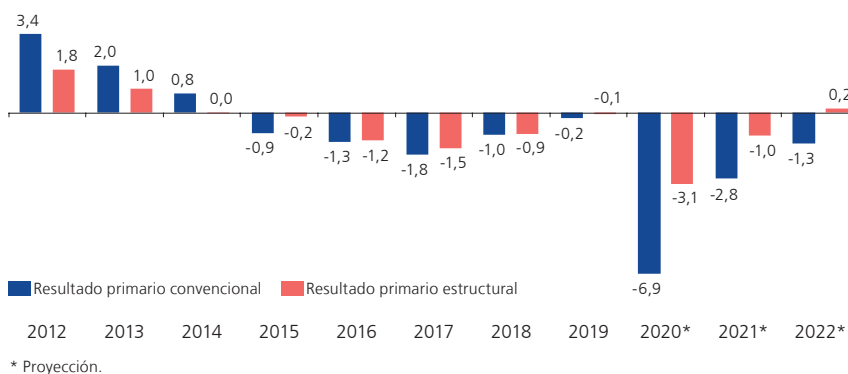


Para 2021 los gastos no financieros disminuirían 1,1 por ciento debido a la finalización de las medidas extraordinarias para enfrentar el COVID-19, principalmente las de transferencias a los hogares.

Postura fiscal

51. El **resultado primario estructural** es un indicador que aísla los factores fuera del control gubernamental en los agregados fiscales, en particular sobre la recaudación tributaria, tales como los precios de exportación o la posición en el ciclo económico. Se estima un déficit primario estructural de 3,1 y 1,0 por ciento del PBI tendencial en 2020 y 2021, ambas tasas por encima del déficit primario estructural casi nulo en el año previo a la pandemia, en línea con la necesidad de realizar medidas fiscales extraordinarias para enfrentar el COVID-19.

Gráfico 63
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012-2022**
 (Porcentaje del PBI y PBI tendencial)





52. El **impulso fiscal** mide el cambio en el resultado económico del Gobierno que es producto de variaciones en el gasto público y políticas tributarias. El **impulso fiscal ponderado** es un indicador alternativo para medir la posición fiscal, el cual pondera con multiplicadores diferenciados los cambios en los ingresos estructurales, los gastos corrientes y de capital. Este indicador muestra una política fiscal expansiva en 2020, estimada en 1,5 puntos porcentuales del PBI tendencial. Tanto las posturas de política fiscal y monetaria expansiva vienen ayudando a atenuar el choque negativo del COVID-19 para el presente año.

Cabe mencionar que si bien el estímulo fiscal se irá reduciendo en los próximos años, aún se registraría una posición fiscal expansiva en relación a la registrada en el 2019. Ello principalmente a través del incremento transitorio del gasto público, el cual en términos ponderados, generaría un estímulo de 0,2 por ciento del PBI tendencial en el 2021 y 0,1 por ciento en el 2022, respecto al 2019.

Financiamiento y deuda

53. Se proyectan menores **requerimientos de financiamiento** para 2020 y 2021 respecto a lo contemplado en el último Reporte. Estos resultados se explican por las reducciones del déficit fiscal proyectadas para ambos años. Asimismo, se modifican las fuentes de financiamiento para 2020 y 2021 respecto a lo contemplado en setiembre, debido a la emisión de los nuevos bonos globales en noviembre por US\$ 4 mil millones, lo que cambiaría la senda de uso de depósitos en ambos años.

En la emisión del 23 de noviembre de los **tres bonos globales por US\$ 4 mil millones**, con vencimientos en los años 2032, 2060 y 2121, se obtuvieron tasas de cupones de 1,86, 2,78 y 3,23 por ciento, respectivamente, y *spreads* que se ubicaron en niveles mínimos históricos en los mercados internacionales primarios. El bono a más de 100 años representa la emisión al mayor plazo realizada por el Perú. El bono al plazo más largo previo, a 40 años, fue colocado en 2010 (bono global 2050) a una tasa cupón de 5,63 por ciento.

En la subasta, el libro de propuestas alcanzó los US\$ 15 000 millones, mientras que al cierre de la subasta la demanda se ubicó en US\$ 11 500 millones, de los cuales el 93 por ciento correspondió a inversionistas no residentes (44 por ciento de Estados Unidos, 32 por ciento de Europa y 24 por ciento de otras regiones como Asia, Norteamérica y Latinoamérica). Cabe indicar que los bonos 2060 y 2121 se colocaron bajo la par y únicamente el bono 2032 se emitió a la par. Con las colocaciones, la curva de rendimiento de bonos globales presenta un incremento en su plazo residual promedio de 11,4 a 28,4 años.

Cuadro 29
COLOCACIÓN DE BONOS GLOBALES EN EL MERCADO INTERNACIONAL
 (En Millones de US\$)

	Global 2032	Global 2060	Global 2121
Fecha de Subasta	23-Nov-20	23-Nov-20	23-Nov-20
Fecha de Emisión	1-Dec-20	1-Dec-20	1-Dec-20
Fecha de Vencimiento	1-Dec-32	1-Dec-60	28-Jul-21
Plazo	12 años	40 años	100 años
Mercado		Internacional	
Demanda		\$11 500	
Precio	100,000	98,855	98,586
Tasa de Rendimiento	1,862	2,828	3,278
Spread	100	125	170
Calificación Crediticia			
- Moodys		A3	
- Fitch		BBB+	
- S&P		BBB+	

	Global 2032	Global 2060	Global 2121
Tasa Guía*	Treasury + 105 p.b.	Treasury + 130 p.b.	Treasury + 175 p.b.
Tasa Treasury**	0,86	1,58	1,58
Tasa Bono Global***	2,28		
Tasa Bono Soberano	4,31	5,65	
Spread Sobre Treasury	100	125	170

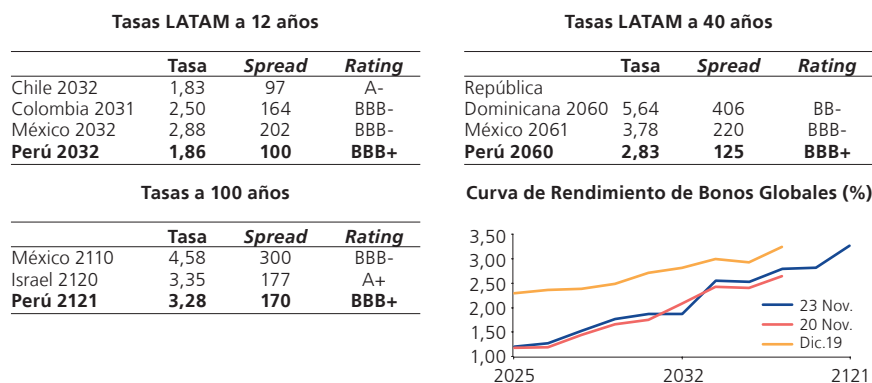
* La tasa guía inicial o Initial Price Talk (IPT) es la tasa que el emisor considera que los inversionistas deberían ofertar. Es la tasa máxima que el emisor está dispuesto a pagar. Se puede expresar como una tasa o un spread."

** Para los bonos a 40 y 100 años la referencia es el bono del Tesoro de Estados Unidos que vence en el 2050.

*** Tasa implícita de un bono global peruano.

A modo de comparación, se tienen las tasas de la colocación de los bonos globales de otros países con las tasas del mercado secundario en dólares a plazos similares: i) 12 años: Chile presenta un menor *spread* respecto al bono del Tesoro Americano equivalente, por su mejor rating crediticio, mientras que los *spreads* de Colombia y México son significativamente mayores; ii) 40 años: los bonos de México y República Dominicana se negocian con *spreads* por encima del nuevo bono peruano; y iii) 100 años: México presenta una tasa mayor a la de Perú, mientras Israel con mejor calificación crediticia presenta una tasa superior con un *spread* de 177 puntos básicos.

Gráfico 64
TASAS DE RENDIMIENTO DEL MERCADO SECUNDARIO





Los recursos de esta emisión financiarán gastos relacionados con la prevención y contención del COVID-19, la reactivación económica y la atención de gastos previstos en el Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2020, los cuales se vieron afectados por menores ingresos debido a los efectos del COVID-19, de acuerdo al Decreto de Urgencia N°051-2020.

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

	2019	2020*			2021*		2022*
		Ene.-Nov.	RI Set.20	RI Dic.20	RI Set.20	RI Dic.20	RI Dic.20
I. USOS	32 022	45 753	66 347	63 102	42 545	38 827	29 452
1. Amortización	19 491	2 429	2 658	2 677	2 883	2 935	3 495
a. Externa	4 524	849	1 005	1 016	1 783	1 835	2 599
b. Interna	14 967	1 580	1 653	1 662	1 100	1 100	897
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	622	420	462	449	550	550	550
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	12 531	43 324	63 689	60 425	39 662	35 892	25 956
II. FUENTES	32 022	45 753	66 347	63 102	42 545	38 827	29 452
1. Desembolsos y otros	36 704	21 634	29 600	37 364	34 655	34 655	19 911
a. Externas	3 709	8 542	10 700	9 322	7 119	7 327	2 511
b. Bonos	32 995	13 092	18 900	28 042	27 536	27 328	17 400
2. Variación de depósitos y otros ^{1/}	-4 682	24 119	36 747	25 738	7 890	4 172	9 540
Nota:							
<u>Porcentaje del PBI</u>							
Saldo de deuda pública bruta ^{2/}	26,8	32,5	34,3	35,1	34,8	34,4	34,4
Saldo de deuda pública neta ^{2/}	13,0	20,2	22,8	22,5	25,6	24,0	25,7
Saldo de depósitos públicos ^{2/}	13,8	12,2	11,4	12,6	9,2	10,3	8,7

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

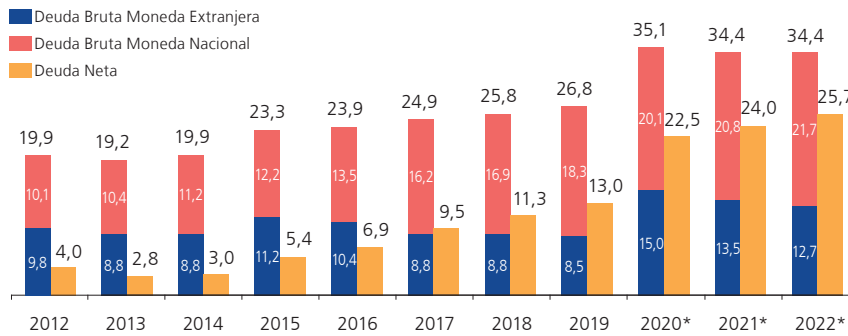
2/ La columna Ene-Nov. corresponde al saldo a noviembre.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

La proyección de la **deuda bruta** del sector público no financiero aumentaría de 34,3 a 35,1 por ciento del PBI en 2020, en comparación al Reporte anterior. Este incremento sería producto de la emisión de los nuevos bonos por un total de US\$ 4 mil millones. La deuda bruta se ubicaría en 34,4 por ciento del producto en 2021 y 2022. La **deuda neta** aumentaría de 13,0 a 22,5 por ciento del PBI entre 2019 y 2020, y alcanzaría 25,7 por ciento del producto al final del horizonte de proyección, ello como resultado de los déficits fiscales proyectados, siguiendo la evolución de la deuda bruta y del uso de los depósitos.

Gráfico 65
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013 - 2022
(Porcentaje del PBI)

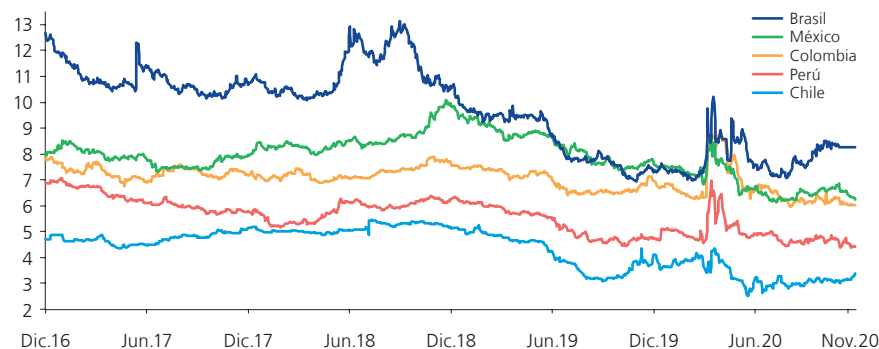


* Proyección.

54. En el mercado de deuda gubernamental en moneda local, las tasas de interés a 10 años en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú presentaron comportamientos diferenciados entre setiembre y noviembre de 2020. Por un lado, las tasas descendieron en Colombia, México y Perú en promedio 38 puntos básicos, mientras que en Brasil y Chile las tasas aumentaron en 15 y 27 puntos básicos, respectivamente.

En el caso de Perú, la tasa de interés del bono a 10 años descendió de 4,33 a 3,89 por ciento en lo que va del cuarto trimestre, sin embargo, presentó una alta volatilidad entre el 9 y 16 de noviembre por la vacancia presidencial. Los bonos soberanos continúan siendo demandados por inversionistas no residentes, quienes han aumentado su participación de 49 a 53 por ciento entre diciembre de 2019 y noviembre de 2020.

Gráfico 66
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.



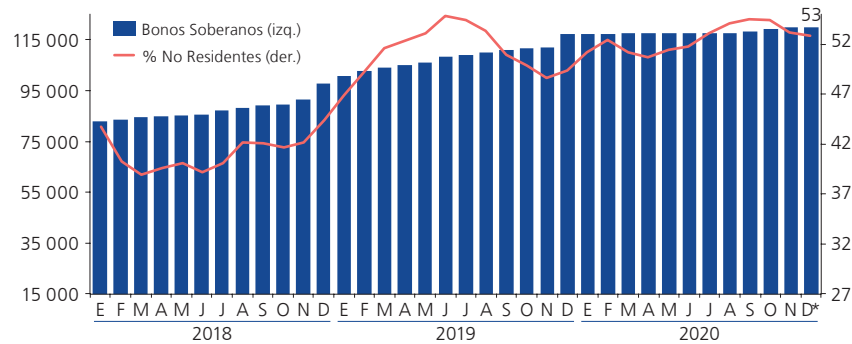


En lo que va del cuarto trimestre de 2020, México y Perú han colocado bonos en el mercado internacional por US\$ 6 600 y US\$ 4 000 millones, respectivamente, a plazos que van desde 11 a 100 años.

El saldo de **bonos soberanos** ascendió a S/ 120 118 millones al 16 de diciembre de 2020. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes se redujo de 54 a 53 por ciento del saldo de bonos entre agosto y el 16 de diciembre del presente año. Con ello, estas tenencias se redujeron de S/ 63 722 a S/ 63 661 millones.

Gráfico 67
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

(Montos en millones de soles y participación en porcentaje)



* Al 16 de diciembre

Note: Excluye bonos indexados a la inflación y GDNs y transacciones en Euroclear de residentes.

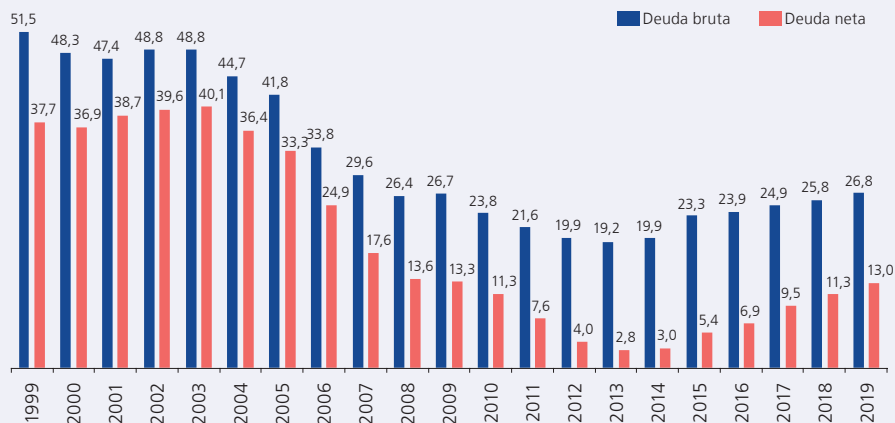
Fuente: BCRP, CAVALI, MEF, SBS.

Recuadro 5 DESCOMPOSICIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

En este recuadro se analiza la ecuación de acumulación de la deuda bruta, con el fin de hacer un ejercicio de atribución de los cambios en la deuda pública a factores asociados a las decisiones del gobierno (como el déficit primario del sector público y la acumulación o uso de activos financieros); y a factores que en forma automática inciden sobre la razón de deuda pública a PBI, como el costo del financiamiento fiscal, el crecimiento del PBI y las variaciones del tipo de cambio.

La deuda pública como porcentaje del PBI se ha reducido en forma importante desde inicios de este siglo hasta el año 2013, a partir del cual se ha venido incrementando gradualmente.

SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA (% del PBI)



Además de la reducción de la deuda bruta, en estos años el gobierno acumuló activos de modo que la deuda neta se redujo en mayor proporción que la deuda bruta, alcanzando un mínimo de 2,8 por ciento del PBI en el 2013.

El menor nivel de endeudamiento ha estado acompañado de extensiones en el plazo promedio de la deuda. Así, la vida media de la deuda aumentó de 8,0 años a fines de 2001 a 12,2 años al cierre de 2019. Una mayor vida media implica un menor riesgo de refinanciamiento en la medida que el repago se concentra en plazos largos.

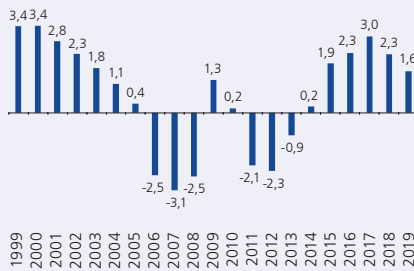
Por su parte, la proporción de moneda nacional en el saldo de la deuda se ha incrementado sustancialmente, al pasar de 6,3 por ciento al cierre de 2000 a 63,6 por ciento a diciembre de 2019. Asimismo, la fracción de la deuda pactada a tasa fija ha subido en el mismo lapso de 32,9 a 90,0 por ciento, lo que refleja el desarrollo del mercado de bonos soberanos y globales. Una mayor proporción de soles en los pasivos del gobierno, pactados a tasa fija, reduce el impacto en las finanzas públicas de las fluctuaciones cambiarias y de las tasas de interés.



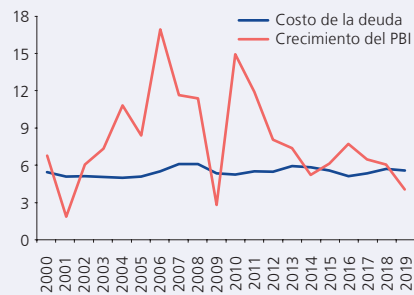


Estos desarrollos en la posición de los pasivos del gobierno se vieron favorecidos por factores como un menor déficit fiscal y una coyuntura de alto crecimiento, que incidió en la reducción de la razón deuda pública a PBI. El déficit fiscal se redujo durante el primer quinquenio del siglo 21 y luego se empezaron a generar superávits fiscales hasta el año 2013 (con la excepción de los años en que impactó la Crisis Financiera Global). Por su parte, el crecimiento del PBI fue superior al costo de la deuda pública (medido por la tasa de interés implícita sobre el saldo de la deuda) desde el 2002 hasta el 2013 (con la excepción del año 2009 afectado por la crisis financiera).

DÉFICIT ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(% del PBI)



COSTO DE LA DEUDA Y TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Porcentajes nominales)



Descomposición de las variaciones de la deuda pública bruta

En este cálculo se utiliza la siguiente ecuación contable de acumulación de deuda pública bruta como porcentaje del PBI:

$$\Delta d_t = dp_t + \Delta a_t + \frac{\tilde{r}_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - \frac{\gamma_t}{1 + \gamma_t} (d_{t-1} - a_{t-1}) + \varepsilon_t \left(\frac{\alpha_{t-1} d_{t-1} - \beta_{t-1} a_{t-1}}{1 + \gamma_t} \right) - o_t$$

donde (d_t) es la razón deuda bruta a PBI al cierre del periodo, (dp_t) es el déficit primario del sector público, (a_t) es el nivel de activos del sector público, (\tilde{r}_t) es la tasa de interés nominal implícita sobre la deuda pública, (γ_t) es la tasa de crecimiento del PBI nominal, (ε_t) es la tasa de variación del tipo de cambio nominal, (α_t y β_t) son la participación de los pasivos y activos en moneda extranjera sobre el total, respectivamente; y (o_t) son otros flujos que financian al gobierno como la privatización, entre otros.

La ecuación anterior permite **descomponer** el cambio en la deuda pública en los siguientes factores:

$dp_t + \Delta a_t$: corresponden a flujos de deuda asociados a las decisiones de la autoridad fiscal respecto a su déficit primario y a la acumulación de activos.

$\frac{\tilde{r}_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1}$: corresponde al flujo de deuda que resulta del costo de endeudamiento público.

$\frac{\gamma_t}{1 + \gamma_t} (d_{t-1} - a_{t-1})$: este flujo representa el impacto del crecimiento del PBI en el ratio de la deuda pública y de los activos públicos.

$\varepsilon_t \left(\frac{\alpha_{t-1} d_{t-1} - \beta_{t-1} a_{t-1}}{1 + \gamma_t} \right)$: mide el impacto en la deuda pública bruta de las variaciones en el tipo de cambio, las que afectan tanto a activos como pasivos públicos.

o_t : representa otros flujos.

El siguiente cuadro resume los resultados de aplicar la ecuación anterior para descomponer los cambios en la deuda pública para cada año en el periodo 2000-2019, y acumula las variaciones de deuda para algunos periodos relevantes:

DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (% del PBI)

	1999	2000-2003	2004-2014	2015-2019
1. Saldo de deuda Bruta (fin de periodo)	51,5	48,8	19,9	26,8
2. Cambio en el ratio de deuda		-2,6	-28,9	6,9
a. Factores asociados a decisiones del fisco		-4,2	-18,8	2,0
i. Déficit Primario		0,8	-26,9	5,1
Primario estructural		0,1	-11,6	3,8
Componentes cíclicos		0,6	-15,3	1,3
ii. Cambio en activos		-5,0	8,1	-3,1
b. Flujos automáticos de deuda		1,2	-7,1	4,3
i. Tasa de interés		9,5	16,8	6,1
ii. Tasa de crecimiento del PBI		-7,9	-20,3	-2,0
Impacto en deuda bruta		-10,1	-31,5	-6,7
Impacto en activos		2,2	11,3	4,7
iii. Variación del Tipo de cambio		-0,4	-3,6	0,1
c. Otros flujos		0,4	-3,0	0,6

La deuda pública se redujo en una magnitud menor (2,6 puntos del producto) entre 1999 y 2003 pues en dicho periodo, aunque se mantuvieron déficits primarios limitados y se utilizaron activos, los factores automáticos (altas tasas de interés y bajo crecimiento) contribuyeron a limitar la reducción de la deuda. Nótese también que el déficit primario no registró menores niveles por un ciclo económico débil.

Entre 2004 y 2014 se produjo una importante reducción de la deuda pública (28,9 puntos del PBI). En este periodo los factores asociados a decisiones del fisco, como el resultado primario estructural y la acumulación de activos contribuyeron a reducir la deuda en todos los años, con la excepción de 2009 debido a la crisis financiera, pues en este lapso se acumularon superávits fiscales (convencionales y estructurales). Asimismo, los factores automáticos (crecimiento del PBI y variación del tipo de cambio) apoyaron el esfuerzo fiscal favoreciendo la reducción de la deuda. En este periodo, la calificación crediticia del país aumentó en 4 niveles, alcanzando el grado de inversión en el año 2008 (calificación BBB- por parte de la agencia Fitch) y se mantiene, desde 2013, en BBB+ tanto para Fitch como para Standards and Poor's, y se ubica en A3 de acuerdo a la agencia Moody's, un nivel por encima de la calificación de las otras dos agencias y 6 niveles por encima de la calificación de 2004.





Entre 2015 y 2019 la deuda pública ha aumentado en 6,9 puntos del PBI. Esto reflejó la acumulación de déficits primarios, así como flujos automáticos (brecha del producto negativo y menores precios de *commodities*) que favorecieron el incremento de la deuda pública. Ello está asociado a una tasa de crecimiento más baja, respecto al costo de la deuda, lo que tiende a aumentar el saldo de deuda.

Perspectivas

Este Reporte de Inflación contiene un escenario fiscal 2020-2022 que contempla una reducción gradual del déficit fiscal a partir del año 2021. En el año 2020 el déficit alcanzaría el 8,6 por ciento del PBI debido al impacto adverso de la contracción económica generada por la cuarentena decretada para mitigar el impacto sanitario de la pandemia de COVID-19 y por el aumento de gasto necesario para reforzar los servicios de salud y proporcionar transferencias a familias y empresas en medio de la crisis. En 2021 el déficit se reduciría a 4,4 por ciento del PBI y a 3,0 por ciento del PBI en 2022, lo que refleja la recuperación de los ingresos asociadas a una economía más dinámica y el retiro de las medidas de gasto implementadas durante la pandemia.

En este escenario la deuda pública aumentaría a 35,1 por ciento del PBI en 2020 para reducirse a 34,4 por ciento del PBI al cierre de 2022.

El siguiente cuadro muestra un escenario de gradual consolidación fiscal que permite reducir el déficit a 1 por ciento del PBI a partir del año 2025. De mantenerse el déficit en dicho nivel hasta el final de la década, la deuda pública se reduciría nuevamente por debajo de 30 por ciento del PBI hacia el año 2029.

DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Porcentaje del PBI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1. Saldo de deuda Bruta (fin de periodo)	26,8	35,1	34,4	34,4	34,3	33,8	32,8	32,0	31,1	30,4	29,7	28,9
2. Cambio en el ratio de deuda	1,0	8,3	-0,7	0,1	-0,2	-0,5	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
a. Factores asociados												
a decisiones del fisco	-0,5	5,7	0,6	-0,3	-0,4	-0,6	-1,1	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8
i. Déficit Primario	0,2	6,9	2,8	1,3	0,8	-0,2	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
ii. Cambio en activos	-0,7	-1,2	-2,2	-1,6	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
b. Flujos automáticos de deuda	0,9	3,1	-1,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
i. Tasa de interés	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
ii. Tasa de crecimiento del PBI	-0,4	1,2	-2,9	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4
<i>Impacto en deuda bruta</i>	<i>-1,0</i>	<i>2,4</i>	<i>-4,6</i>	<i>-1,9</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,8</i>	<i>-1,8</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,7</i>
<i>Impacto en activos</i>	<i>0,6</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>
iii. Variación del Tipo de cambio	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
c. Otros flujos	0,6	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nota:												
Déficit Económico del Sector Público	1,6	8,6	4,4	3,0	2,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Activos Públicos	13,8	12,6	10,3	8,7	7,5	7,1	6,7	6,3	5,9	5,6	5,3	5,0
Deuda Neta	13,0	22,5	24,0	25,7	26,8	26,7	26,2	25,7	25,2	24,8	24,4	24,0

Este escenario asume una tasa de crecimiento del PBI real de 4 por ciento en el periodo 2023-2030, un tipo de cambio nominal (en línea con una inflación de 2 por ciento) y costo de

financiamiento de la deuda estable. Asimismo, se asume que el gobierno utilizaría depósitos públicos hasta el 2023.

De esta forma el escenario asume que el manejo de la deuda y los activos financieros del gobierno busca cubrir las operaciones del fisco reduciendo la vulnerabilidad de las cuentas fiscales a riesgos de mercado asociados a un alto nivel de deuda. Así, la proyección toma en cuenta que existe aún un nivel significativo de recursos públicos, estimados al cierre de 2020 en 12,6 por ciento del PBI.

El cuadro muestra que los flujos automáticos de deuda, asociados al costo de la deuda, el tipo de cambio y el crecimiento del PBI no jugarían un factor importante en el ajuste del nivel de la deuda pública. De este modo, el grueso del ajuste dependería de la capacidad del fisco de generar superávits primarios moderados a partir del año 2024. El ajuste requerido en el resultado primario, no obstante, se encuentra dentro del rango de la experiencia histórica reciente del Perú.

El siguiente cuadro ilustra la sensibilidad de la dinámica de la deuda al supuesto de crecimiento empleado en el escenario de proyección. De mantenerse un crecimiento del PBI 1 punto por encima del escenario base (5 por ciento) para 2023-2030, los flujos automáticos de deuda tendrían un mayor impacto en la dinámica de la deuda y el ajuste fiscal requerido sería menor. Ello se traduce en menores superávits primarios requeridos en el horizonte de proyección y un menor nivel de deuda al 2030 respecto al escenario base.

DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Porcentaje del PBI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1. Saldo de deuda Bruta (fin de periodo)	26,8	35,1	34,4	34,4	34,2	33,4	32,3	31,1	30,1	29,1	28,2	27,3
2. Cambio en el ratio de deuda	1,0	8,3	-0,7	0,1	-0,2	-0,8	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
a. Factores asociados												
a decisiones del fisco	-0,5	5,7	0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
i. Déficit Primario	0,2	6,9	2,8	1,3	0,8	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
ii. Cambio en activos	-0,7	-1,2	-2,2	-1,6	-1,0	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
b. Flujos automáticos de deuda	0,9	3,1	-1,5	0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
i. Tasa de interés	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4
ii. Tasa de crecimiento del PBI	-0,4	1,2	-2,9	-1,3	-1,7	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5
<i>Impacto en deuda bruta</i>	-1,0	2,4	-4,6	-1,9	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9
<i>Impacto en activos</i>	0,6	-1,2	1,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
iii. Variación del Tipo de cambio	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
c. Otros flujos	0,6	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nota:												
Déficit Económico del Sector Público	1,6	8,6	4,4	3,0	2,5	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Activos Públicos	13,8	12,6	10,3	8,7	7,7	7,2	6,7	6,3	5,9	5,5	5,1	4,8
Deuda Neta	13,0	22,5	24,0	25,7	26,5	26,2	25,6	24,8	24,2	23,6	23,1	22,5

Estos ejercicios ilustran la necesidad de realizar reformas en los principales mercados de factores y financieros, de modo que se favorezca un mayor crecimiento del PBI potencial en el mediano plazo. Ello no solo favorecería la consolidación de la deuda pública, sino permitiría al gobierno contar con mayores recursos para proveer bienes y servicios a la sociedad.





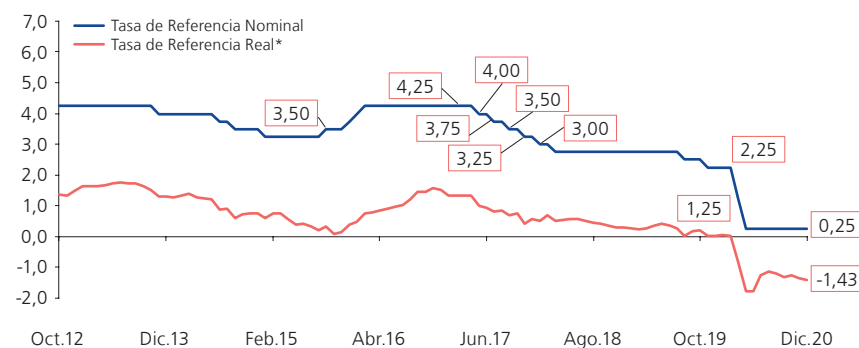
V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

55. Desde marzo el BCRP ha tomado medidas monetarias y financieras sin precedentes que estuvieron orientadas a promover el correcto funcionamiento de los mercados y atenuar la fuerte contracción económica debido a las políticas de confinamiento social para hacer frente al COVID-19. Dichas medidas se han enfocado en la reducción del costo de financiamiento, la provisión de liquidez al sistema financiero y la reducción de la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio.

Por un lado, el BCRP mantiene desde abril una tasa de interés de referencia mínima histórica de 0,25 por ciento, equivalente en diciembre a una tasa real negativa de 1,43 por ciento. Por otro lado, dada la magnitud del choque asociado a la pandemia, el impulso monetario se ha venido ampliando mediante otros instrumentos de política monetaria.

Gráfico 68
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.

56. Las decisiones recientes de política monetaria tomaron en consideración:
- La inflación de 2020 se ubicaría en el centro del rango meta por factores transitorios, y se estima que la inflación a fines de 2021 se encuentre en el tramo inferior del rango meta debido a que la demanda interna se mantendría aún débil, aunque en claro proceso de recuperación.
 - Las expectativas de inflación a doce meses y los indicadores tendenciales de inflación se ubicaron en el tramo inferior del rango meta.
 - Los indicadores adelantados mostraron una mejora de la actividad económica, incluso a un ritmo mayor al esperado en octubre, aunque se mantienen por debajo de sus niveles del año anterior. Asimismo, los indicadores de expectativas de las empresas sobre el crecimiento del PBI continuaron recuperándose entre setiembre y noviembre.
 - La actividad económica mundial viene mejorando, pero todavía se mantiene en niveles inferiores a los del año pasado.

57. Con el objetivo de potenciar la transmisión de la política monetaria, el Directorio del BCRP ha aprobado en diciembre nuevas facilidades. Mediante operaciones de Reporte de Valores a Cambio de Moneda Nacional con Facturas Negociables (registradas en CAVALI) como colateral, se amplía el alcance de la inyección de liquidez a entidades financieras. Este instrumento facilita el financiamiento de corto plazo a las empresas, lo que es útil para reponer capital de trabajo.

Por otra parte, se han creado dos instrumentos monetarios condicionados a la expansión del crédito a largo plazo en moneda nacional: una ventanilla de operaciones de reporte y las subastas de *swaps* de tasas de interés a plazos. Asimismo, el BCRP continuará realizando las operaciones monetarias que considere necesarias para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados financieros locales.

58. En términos de comunicación, el Directorio del BCRP ha enfatizado que *“considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un periodo prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes”*. De esta manera, el BCRP ha dado guías sobre la posición futura de política monetaria, brindando más información al mercado para la formación de expectativas. Asimismo, indicó que *“el Banco Central se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades”*.
59. La comunicación de la política monetaria refuerza sus canales de transmisión a la economía. En la medida que dicha comunicación permita el anclaje de las expectativas de inflación en torno a la meta, es posible que se genere un entorno macroeconómico favorable, con menos incertidumbre y mayor confianza empresarial.

Desde la crisis financiera internacional de 2008-2009 se ha puesto en práctica en varios bancos centrales el uso del denominado *forward guidance*, que es la información que se incluye en el comunicado de política monetaria para señalar las acciones futuras de los bancos centrales en el horizonte de proyección.





FORWARD GUIDANCE DE BANCOS CENTRALES 1/

Banco Central	Fecha	TPM (%)	Decisión	Forward Guidance	Próxima Reunión
Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed)	16/12/2020	0,25	Mantener	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time	26/01/2021
Banco Central Europeo (BCE)	10/12/2020	0,00	Mantener	The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2 per cent within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics.	21/01/2021
Banco de Inglaterra (BoE)	17/12/2020	0,10	Mantener	The MPC will continue to monitor the situation closely. If the outlook for inflation weakens, the Committee stands ready to take whatever additional action is necessary to achieve its remit. The Committee does not intend to tighten monetary policy at least until there is clear evidence that significant progress is being made in eliminating spare capacity and achieving the 2% inflation target sustainably	04/02/2021
Banco de Japón (BoJ)	18/12/2020	-0,10	Mantener	The Bank will continue with "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control," aiming to achieve the price stability target of 2 percent, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner. It will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed consumer price index (CPI, all items less fresh food) exceeds 2 percent and stays above the target in a stable manner.	20/01/2021
Banco de Canadá (BoC)	09/12/2020	0,25	Mantener	Canada's economic recovery will continue to require extraordinary monetary policy support. The Governing Council will hold the policy interest rate at the effective lower bound until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In our October projection, this does not happen until 2023. To reinforce this commitment and keep interest rates low across the yield curve, the Bank will continue its QE program until the recovery is well underway and will adjust it as required to help bring inflation back to target on a sustainable basis. We remain committed to providing the monetary policy stimulus needed to support the recovery and achieve the inflation objective.	20/01/2021
Banco Central de Brasil	09/12/2020	2,00	Mantener	The Committee deems as adequate the current level of unusually strong monetary stimulus, which is being provided by the maintenance of the policy rate at 2.00% p.a. and the forward guidance introduced in the 232nd meeting. The forward guidance stated that the Copom does not intend to reduce the monetary stimulus as long as specified conditions are met. The Committee judges that those conditions continue to hold. In spite of having increased since the last meeting, in particular for 2021, inflation expectations, as well as inflation projections for its baseline scenario, are still below the inflation target for the relevant horizon for monetary policy; the current fiscal regime has not been changed; and long-term inflation expectations remain well anchored.	19/01/2021
Banco Central de Chile (BCCh)	07/12/2020	0,50	Mantener	El Consejo reitera que mantendrá un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de sus objetivos. En particular, prevé que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años. Las medidas no convencionales continuarán en aplicación. Esto considera que el stock total de bonos bancarios adquiridos en virtud de distintos programas —alrededor de US\$8 mil millones— se mantendrá por los próximos seis meses, reinvertiendo los cupones que vayan venciendo. Esto excluye las compras realizadas bajo el programa CC-VP. En relación con la FCIC, el Consejo decidió no introducir cambios en el total de recursos disponibles y las condiciones para su utilización. No obstante, evaluará su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso que faciliten su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.	26/01/2021
Banco Central de México (Banxico)	17/12/2020	4,25	Mantener	La Junta de Gobierno tomará las acciones que considere necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Además, es imperativo salvaguardar el ámbito institucional, fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, para propiciar un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.	11/02/2021
Banco Central de Reserva del Perú	10/12/2020	0,25	Mantener	El Directorio considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes. El Banco Central se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades	14/01/2021

1/ Al 17 de diciembre.

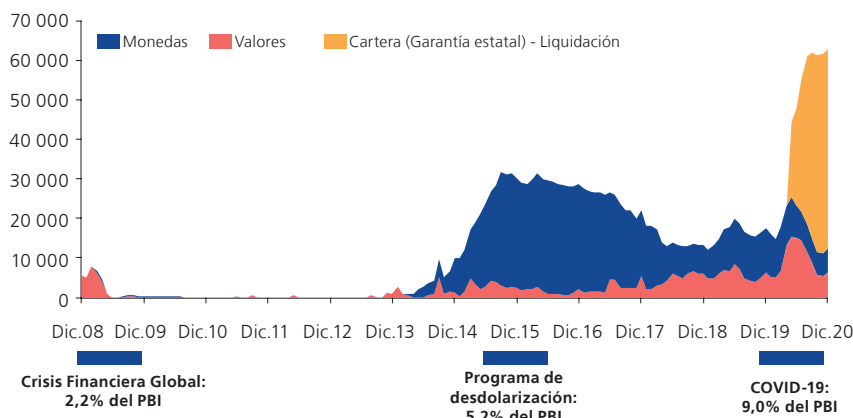
Por ejemplo, en sus comunicados de política monetaria recientes, los bancos centrales de economías desarrolladas como la Fed o el Banco Central Europeo (BCE) han establecido que mantendrán el estímulo monetario mientras persistan ciertas condiciones macroeconómicas o se alcancen ciertos niveles de referencia.

- La **Fed** “espera mantener una postura acomodaticia de la política monetaria hasta que se logre una inflación moderadamente superior al 2 por ciento durante algún tiempo, de modo que la inflación promedie 2 por ciento a lo largo del tiempo y las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan bien ancladas en el 2 por ciento. Asimismo, espera que sea apropiado mantener el rango objetivo para su tasa de política hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles consistentes con las evaluaciones de su Comité sobre empleo máximo y la inflación haya aumentado hasta superar moderadamente el 2 por ciento durante algún tiempo”.
- El **BCE** espera que “sus tasas de interés clave se mantengan en sus niveles actuales o más bajos hasta que las perspectivas de inflación converjan de manera sólida a un nivel suficientemente cercano, pero por debajo del 2 por ciento dentro de su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de manera consistente en la dinámica de la inflación subyacente”.

Medidas adicionales del BCRP ante la pandemia del COVID-19

60. Al 16 de diciembre, las operaciones de inyección del BCRP totalizan un monto de S/ 62,9 mil millones (9,0 por ciento del PBI), de los cuales S/ 12,2 mil millones corresponden a repo de valores, monedas y cartera, y S/ 50,6 mil millones es el monto liquidado de repos de crédito con garantía estatal.

Gráfico 69
SALDO DE OPERACIONES DE REPO DEL BCRP*
(Millones de soles)



* Al 16 de diciembre.





61. Entre setiembre y diciembre el BCRP continuó realizando las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. El saldo de operaciones de inyección de liquidez mantuvo niveles récord históricos y se incrementó de S/ 60,9 mil millones al cierre de agosto a S/ 62,9 mil millones al 16 de diciembre. De este último monto, S/ 50,6 mil millones corresponden a operaciones de reporte con garantía del Gobierno Nacional. Este saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez (S/ 62,9 mil millones) es casi 8 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 2 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

Cuadro 31
SALDO DE OPERACIONES REPO DEL BCRP*
(Millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (General y Alternativo)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct-08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov-08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic-08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Ene-09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb-09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar-09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic-14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar-15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun-15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set-15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic-15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
Crisis COVID-19	Feb-20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
	Mar-20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Abr-20	13 015	10 030	0	0	250	0	23 295
	May-20	15 060	10 145	0	0	260	19 017	44 482
	Jun-20	14 947	8 095	0	0	260	24 338	47 640
	Jul-20	14 452	7 195	0	0	154	33 090	54 891
	Ago-20	11 379	6 895	0	0	250	42 363	60 886
	Set-20	8 604	5 895	0	0	304	47 002	61 805
	Oct-20	5 359	5 695	0	0	295	49 798	61 146
	Nov-20	5 059	5 970	0	0	269	50 246	61 543
Dic-20	5 809	5 970	0	0	466	50 626	62 870	

* Al 16 de diciembre.

62. El 20 de octubre culminaron las subastas del programa Reactiva Perú, adjudicando desde el 23 de abril y en cincuenta sesiones un total de S/ 55,3 mil millones a una tasa de interés promedio de 1,40 por ciento. A la fecha el número de empresas beneficiadas supera los 500 mil, y el desembolso de créditos se espera que continúe durante el mes de diciembre.

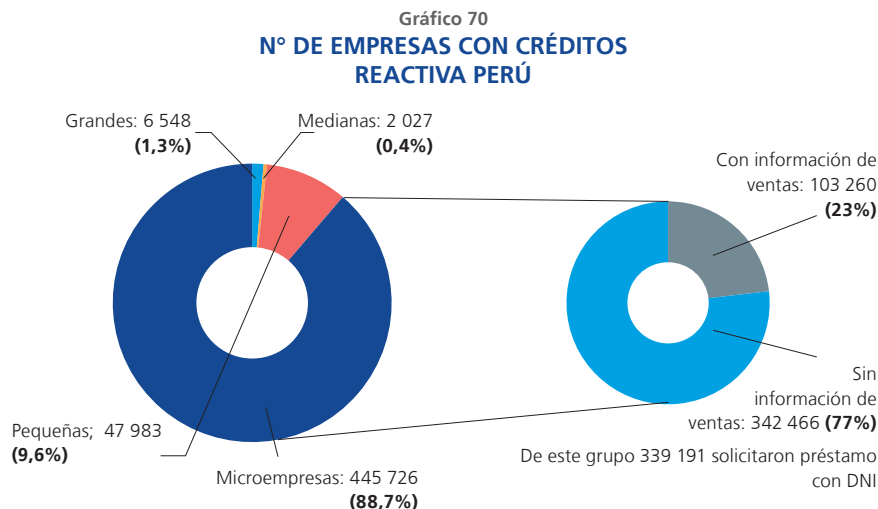
Cuadro 32
SUBASTAS DE OPERACIONES DE REPORTE CON CARTERA CON GARANTÍA ESTATAL

Porcentaje de Garantía	Convocado (Millones de soles)	Monto Asignado* (Millones de soles)	Tasa de interés para los clientes			Monto Asignado* (porcentaje)
			Mínima	Máxima	Promedio	
80	14 400	9 597	0,79	2,15	1,16	17,4
90	37 050	24 275	0,90	2,50	1,21	43,9
95	34 800	14 302	0,54	3,25	1,30	25,9
98	39 079	7 108	0,50	5,25	2,59	12,9
Total	125 329	55 282	0,50	5,25	1,40	100,0

*Al 20 de octubre.

Con estas operaciones se asignaron recursos a 28 entidades financieras (9 bancos, 7 financieras, 10 cajas municipales y 2 cajas rurales), las cuales representan el 98 por ciento del crédito otorgado por el sistema financiero a las empresas.

63. Según información de COFIDE, el total de créditos garantizados al 11 de diciembre asciende a S/ 58 094 millones, los cuales han beneficiado a 502 284 empresas, de las cuales 98,3 por ciento son micro y pequeñas empresas (MYPE). Del total de microempresas (445 726 empresas), el 23 por ciento corresponde a empresas que registran información de ventas (formales), equivalente a 103 260 empresas; y el 77 por ciento no registra información de ventas (342 466 empresas), del cual la mayor parte solicitó su préstamo con DNI (339 191 empresas).



64. La participación por tamaño de empresa en el total de los créditos Reactiva Perú es proporcional a su contribución en las ventas totales. Así, las grandes empresas que contribuyen con el 64,0 por ciento de las ventas totales han recibido el 48,8 por ciento del monto de créditos. De manera similar, las pequeñas y





microempresas han recibido el 46,3 por ciento de los créditos y han contribuido al 32,9 por ciento de las ventas.

Cuadro 33
CREDITOS REACTIVA POR TAMAÑO DE EMPRESA 1/

	Monto de crédito		Ventas promedio ^{2/}	
	(millones de S/)	Participación (%)	(millones de S/)	Participación (%)
Grande	28 359	48,8	28 868	64,0
Mediana	2 845	4,9	1 399	3,1
MYPE	26 889	46,3	14 832	32,9
Total	58 094	100,0	45 099	100,0

1/ Elaborado con la información de los certificados de garantía emitidos por COFIDE al 11 de diciembre de 2020. Para la clasificación del tamaño de empresa se utiliza el monto de las ventas anuales de acuerdo a la información de SUNAT. Para las empresas que no registran número de ventas se estimó según la mediana del segmento al que pertenece.

2/ Se consolida los montos de venta para el caso de empresas con más de un crédito Reactiva, es decir, se considera una sola vez los montos de ventas registrados de aquellas empresas con más de un crédito Reactiva.

Nota: Los criterios para clasificar a las empresas se realiza de acuerdo a la información de SUNAT:

Microempresa: venta anual entre 0 a 150 UIT

Pequeña: venta anual entre 150 a 1 700 UIT

Mediana: venta anual entre 1 700 a 2 300 UIT

Gran Empresa: venta anual mayor a 2300 UIT

65. El programa ha tenido una importante incidencia en el empleo directo. El grupo de empresas que ha accedido al programa Reactiva Perú a la fecha, genera 2,8 millones puestos de trabajo, de los cuales 2,0 millones corresponden a empleo en la planilla electrónica (52,3 por ciento del empleo formal privado), y se estima que 401 mil empresas generan 825 mil puestos de trabajo no registrados en la planilla electrónica.

Cuadro 34
EMPRESAS Y EMPLEO EN REACTIVA 1/

	Empresas en Reactiva		Puestos de Trabajo	
	Número	Participación (%)	(miles)	Participación (%)
Total	502 284	100	2 782	100
Con información en planilla	100 980	20,1	1 958	70,4
Sin información en planilla ^{2/}	401 304	79,9	825	29,6
Con Ruc	57 577	11,5	136	4,9
Sin Ruc	343 727	68,4	689	24,8

1/ Elaborado con la información de la Planilla Electrónica a octubre de 2020 y de los certificados de garantía emitidos por COFIDE al 11 de diciembre de 2020.

2/ Principalmente microempresas y pequeñas empresas que no declaran trabajadores en Planilla. Para estas se ha estimado el número de puestos de trabajo según la mediana de aquellas microempresas y pequeñas empresas que sí registran información en la planilla (2 y 5 puestos respectivamente).

Fuente: Sunat, SBS y MEF

66. Se estima que las empresas con hasta 10 trabajadores son las que más han participado del programa Reactiva Perú (96,2 por ciento del total de empresas y 39,1 por ciento del monto total de créditos) y son las responsables de generar 1,1 millones de puestos de trabajo (39,1 por ciento del total). Por otro lado, las empresas con más de 500 trabajadores, responsables de la otra tercera parte del total, son las de menor participación en el programa Reactiva Perú (0,1 por ciento del total de empresas y 6,7 por ciento del monto total de créditos).

Cuadro 35
CRÉDITOS REACTIVA POR TAMAÑO DE EMPRESA 1/

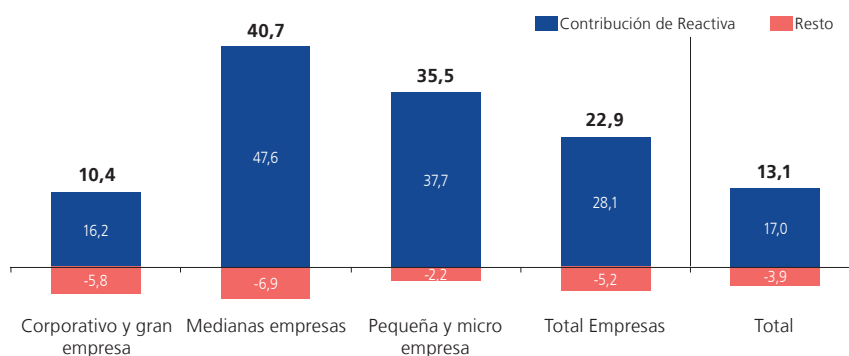
	Monto de créditos		Número de empresas		Puestos de Trabajo	
	(Millones de S/)	Participación (%)	(Unidades)	Participación (%)	(Miles)	Participación (%)
Total	58 094	100,0	502 284	100,0	2 782	100,0
Menos de 10 trabajadores	23 857	41,1	483 245	96,2	1 089	39,1
Entre 11 y 50 trabajadores	14 938	25,7	14 428	2,9	292	10,5
Entre 51 y 100 trabajadores	5 495	9,5	2 060	0,4	147	5,3
Entre 101 y 500 trabajadores	9 901	17,0	2 071	0,4	407	14,6
Más de 500 trabajadores	3 903	6,7	480	0,1	848	30,5

1/ Elaborado con la información de los certificados de garantía emitidos por COFIDE al 11 de diciembre de 2020. Para el número de trabajadores se utiliza información de la Planilla Electrónica correspondiente a octubre 2020. Incluye 401 mil empresas sin información en la Planilla Electrónica. Para estas empresas se ha estimado 825 mil trabajadores en base a la mediana de empleo según tamaño de empresa.
Fuente: Sunat, SBS y MEF.

67. En octubre, el programa Reactiva Perú permitió una mayor expansión del crédito de todos los segmentos empresariales. Así, los créditos al segmento de MYPE crecieron 35,5 por ciento (-2,2 por ciento sin Reactiva Perú), mientras que los créditos a las medianas empresas lo hicieron en 40,7 por ciento (-6,9 por ciento si se excluye el efecto de Reactiva Perú) y los créditos a grandes empresas y corporativos se elevaron 10,4 por ciento (-5,8 por ciento si se excluye el efecto de Reactiva Perú).

Gráfico 71
CRECIMIENTO DE LOS CRÉDITOS EN OCTUBRE 2020

(Var. % Anual)



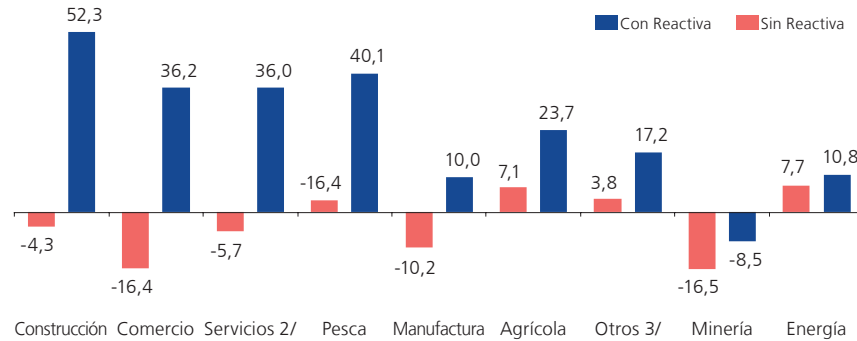
Fuente: Balances de Comprobación de las entidades financieras.

68. Entre los sectores de mayor expansión de crédito se encuentran los más afectados por las medidas de confinamiento social por el COVID-19. Así, el mayor crecimiento interanual del crédito se registró en los sectores de construcción (52,3 por ciento), comercio (36,2 por ciento), servicios (36,0 por ciento) y pesca (40,1 por ciento). De no haberse otorgado estos créditos Reactiva Perú, estos sectores habrían registrado tasas de crecimiento significativamente menores.





Gráfico 72
CRECIMIENTO DE LOS CRÉDITOS EMPRESARIALES POR SECTOR ECONÓMICO
 (Var. % Anual) 1/



Construcción Comercio Servicios 2/ Pesca Manufactura Agrícola Otros 3/ Minería Energía

1/ Datos preliminares del monto de créditos Reactiva Perú desembolsados por las sociedades creadoras de depósitos, los cuales son reportados por las entidades financieras. Incluyen solo créditos a las empresas privadas (se excluye los créditos a empresas públicas).

2/ Incluye hoteles y restaurantes, transporte, actividad inmobiliaria y empresarial, enseñanza y servicios sociales.

3/ Incluye crédito a hogares con fines empresariales, no sectorizados y servicios comunitarios.

Fuentes: BSI y Balance de comprobación.

Saldo de deuda de los beneficiarios del programa

69. Según el Reporte Crediticio Consolidado (RCC)¹⁵, entre mayo y octubre de 2020 el monto de los préstamos Reactiva Perú representó en promedio el 63 por ciento del saldo de deuda total de las empresas al momento de recibir el crédito. Esto implica que, en promedio, las empresas más que duplicaron aproximadamente su saldo de crédito al participar en el programa. En particular, el programa tuvo una mayor incidencia en el saldo de deuda del segmento de micro y pequeñas empresas (64 por ciento), incluyendo en varios casos a empresas que previamente no tenían créditos en el sistema financiero.

Cuadro 36
**REACTIVA PERÚ: MONTO DE CRÉDITO REACTIVA
 SOBRE SALDO DE DEUDA EN EL SISTEMA FINANCIERO 1/**

Segmento ^{2/}	N° de empresas	Monto Reactiva (millones de S/)	Saldo de deuda a octubre (millones de S/)	Ratio: Monto del crédito Reactiva sobre el saldo de deuda total	
				Promedio	Mediana
Corporativos y grandes empresas	2 821	18 656	73 599	0,53	0,51
Medianas empresas	28 904	20 644	42 883	0,44	0,38
Pequeñas y microempresas	439 922	18 289	24 742	0,64	0,68
Total	471 647	57 589	141 224	0,63	0,67

1/ Información de los créditos Reactiva Perú y Reporte Crediticio Consolidado a octubre 2020. Se consideran las empresas presentes en el RCC.

2/ De acuerdo a la clasificación de la SBS.

Fuente: Datamart y RCC.

15 El Reporte Crediticio Consolidado (RCC) contiene los saldos de deuda de personas naturales y jurídicas contra entidades del sistema financiero supervisadas por la SBS. Tiene frecuencia mensual.

Inclusión crediticia y entrega de préstamos Reactiva

70. A octubre de 2020, se muestra que 58 658 préstamos Reactiva Perú (12,4 por ciento del total) fueron entregados por entidades financieras a empresas que no fueron sus clientes en los últimos dos años. Las empresas que han tomado Reactiva Perú en una nueva entidad pueden subdividirse en dos grupos: (i) aquellas que no han tenido crédito en ninguna entidad al menos en los últimos dos años (6,2 por ciento de los préstamos Reactiva Perú), y (ii) aquellas que sí tuvieron relaciones crediticias en este lapso, pero con una entidad distinta a la que otorgó el crédito Reactiva Perú (6,3 por ciento de los préstamos Reactiva Perú).
71. Se observa que unos 29 125 créditos Reactiva Perú fueron otorgados por alguna entidad financiera a empresas que no tenían créditos en sistema financiero al menos en los últimos dos años. Estos créditos fueron entregados principalmente por entidades bancarias (69 por ciento), seguidos de cajas municipales (20 por ciento), financieras (5 por ciento) y cajas rurales (5 por ciento).

Cuadro 37
INCLUSIÓN FINANCIERA DE REACTIVA PERÚ

Tipo de entidad	Inclusión crediticia por Reactiva Perú ^{1/}		Créditos Reactiva Perú en nuevas entidades ^{2/}		Total	
	Nº créditos	Participación (%)	Nº créditos	Participación (%)	Nº créditos	Participación (%)
Bancos	20 127	69	25 405	86	45 532	78
Financieras	1 563	5	59	0	1 622	3
Cajas municipales	5 886	20	3 869	13	9 755	17
Cajas rurales	1 549	5	200	1	1 749	3
Primeros créditos	29 125	100	29 533	100	58 658	100
(% total de créditos Reactiva Perú)	6,2		6,3		12,4	

1/ Se consideran créditos Reactiva Perú de empresas que no han tenido crédito en el sistema financiero, en los últimos dos años.

2/ Se consideran créditos Reactiva Perú de empresas que han tenido algún crédito en los últimos dos años, pero no en la misma entidad donde obtuvieron el crédito Reactiva Perú.

Nota: Información de los créditos Reactiva Perú y Reporte Crediticio Consolidado (RCC) a octubre 2020.

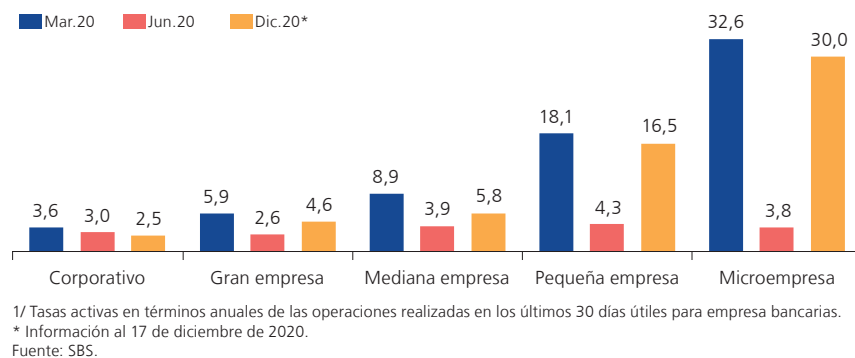
72. Por otro lado, se registraron 29 533 préstamos que fueron otorgados por alguna entidad financiera distinta a la que la empresa suele recurrir para acceder al crédito. Es decir, entre mayo y octubre el 6,3 por ciento del total de préstamos Reactiva Perú corresponde a empresas que tenían algún crédito en el sistema financiero (en los últimos dos años), pero solicitaron su crédito del programa Reactiva Perú en una institución financiera diferente. En particular, el 86 por ciento de estos préstamos fue entregado por bancos, seguido por cajas municipales (13 por ciento).





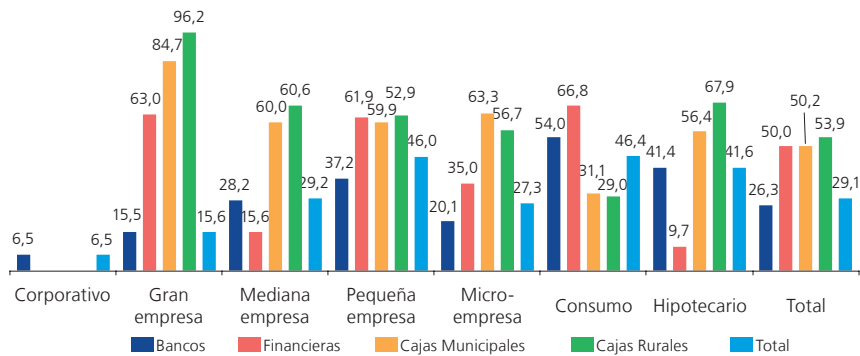
73. El mecanismo de subasta ha ayudado a acelerar el traspaso de la reducción de la tasa de referencia (actualmente en su mínimo histórico de 0,25 por ciento) al resto de tasas de la economía. Al mes de diciembre, las tasas se encuentran por debajo de sus promedios históricos.

Gráfico 73
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentajes)



74. Desde el inicio del periodo de aislamiento social, con la consecuente caída significativa de los ingresos, ha surgido la necesidad de la reprogramación de créditos del sistema financiero. Muchos de los créditos han sido reprogramados de manera automática por parte de las entidades financieras, lo cual ha contribuido a evitar el rompimiento de la cadena de pagos en la economía, mediante el alivio del flujo de caja de la población afectada.
75. Según información de la SBS, al 31 de octubre de 2020 las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) han reprogramado créditos por alrededor de S/ 107 mil millones (29 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias), monto inferior al observado en junio (S/ 128 mil millones equivalente al 35,6 por ciento de la cartera) explicado por el inicio de pago de las reprogramaciones. A octubre se encuentra reprogramado el 46 por ciento de la cartera de pequeñas empresas, el 27 por ciento de la cartera de microempresas y el 46 por ciento de la cartera de consumo. Asimismo, las entidades especializadas en microfinanzas han reprogramado más del 50 por ciento de su cartera. Así, las reprogramaciones de crédito autorizadas por la SBS permitieron contener el eventual aumento de la morosidad del sistema financiero.

Gráfico 74
CRÉDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS:1/ OCTUBRE DE 2020
 (Como % del total de créditos)



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

76. Por su parte, desde el 15 de julio el BCRP ha venido realizando operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de crédito a través de las cuales, las entidades financieras obtienen liquidez con plazos largos y en condiciones favorables, cuando reprograman créditos de sus clientes, en plazos entre 6 y 48 meses y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente. La reducción de las tasas de interés de los créditos reprogramados debe ser de por lo menos 20 por ciento o 200 puntos básicos de la tasa de interés original del crédito (el mayor de ambos). Al 7 de diciembre, el saldo de repos de reprogramación asciende a S/ 515 millones, de los cuales S/ 481 millones corresponden a repos de cartera bajo el esquema alternativo y S/ 34 millones a repos de valores.
77. El 8 de octubre fue publicada la Ley N° 31050 que establece medidas extraordinarias para reprogramar el pago de créditos a personas naturales y pymes afectadas por el estado de emergencia nacional como consecuencia del COVID-19. Estas medidas básicamente se centran en el otorgamiento de garantías del Gobierno Nacional a través del Programa de Garantías COVID-19 para créditos personales, de consumo, hipotecarios, vehiculares y MYPE. El monto máximo previsto de estas garantías asciende a S/ 5 500 millones¹⁶.

16 Decreto Supremo N° 341-2020/EF del 4 de noviembre.





En esa línea, la SBS emitió la Resolución N° 2793-2020, mediante la cual de manera excepcional se aplica una tasa de provisión de riesgo de crédito de cero por ciento a la parte de los créditos que está cubierta por la garantía del Programa de Garantías COVID-19.

Operaciones monetarias del BCRP

78. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre agosto y noviembre, ya que con la irrupción del Coronavirus el objetivo se centró en mantener la fluidez de la cadena de pagos y de créditos, mediante la inyección de liquidez a plazo mediante una amplia gama de instrumentos monetarios, entre ellos las repos de cartera con garantía estatal asociados al programa Reactiva Perú. Para ello, el banco inyectó liquidez mediante la liquidación de repos de cartera con garantía estatal (S/ 7 883 millones) y de repos de cartera (S/ 20 millones). Dichas operaciones fueron compensadas por el vencimiento neto de las repos de valores (S/ 6 320 millones), repos de monedas (S/ 925 millones), y el aumento del saldo de CDR BCRP (S/ 4 303 millones) y CD BCRP (S/ 3 421 millones).

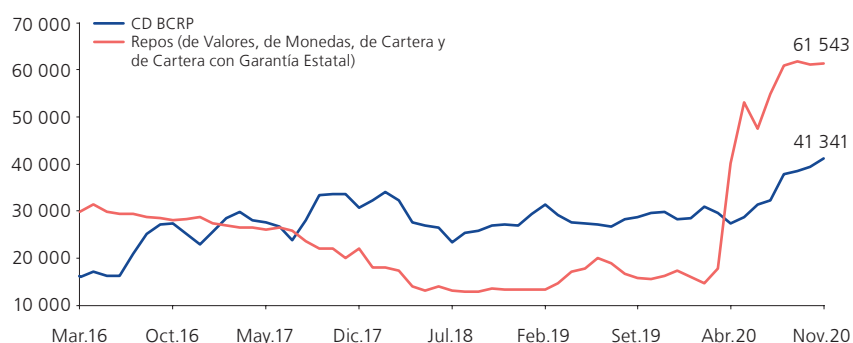
Asimismo, para mantener niveles adecuados de liquidez de más corto plazo, se esterilizó el exceso de liquidez mediante la colocación neta de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 1 675 millones). Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 60 866 millones en agosto 2020 a S/ 61 543 millones a fines de noviembre de 2020, mientras que el saldo de CD BCRP y CDR BCRP pasó de S/ 40 929 millones en agosto a S/ 48 654 millones en noviembre.

Cuadro 38
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.19	Ago.20	Nov.20	Dic.19	Ago.20	Nov.20
Esterilización Monetaria						
1. CD BCRP	28 365	37 919	41 341	2,50	1,17	0,77
2. CDR BCRP	0	3 010	7 313	1,00	0,03	0,13
3. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	2 115	37 125	38 800	1,00	0,23	0,23
Inyección Monetaria						
4. Repos de Monedas	11 050	6 895	5 970	3,85	3,02	2,80
5. Repos de Valores	6 350	11 379	5 059	3,31	1,49	1,27
6. Repos de Cartera	0	250	269	n.d.	0,62	0,50
7. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	0	42 363	50 246	n.d.	1,38	1,40
8. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 100	2 500	1 000	3,85	3,51	3,46

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

Gráfico 75
SALDO DE OPERACIONES REPO Y DE CDBCRP
 (Millones de S/)



Así, el saldo de las operaciones de reporte aumentó a 19,2 por ciento de los activos netos del BCRP desde 18,7 por ciento en agosto 2020. Por el lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del Sector Público disminuyeron su participación a 19,6 por ciento de 23 por ciento en agosto 2020. Los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 24 a 27 por ciento en dicho periodo.

Cuadro 39
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
 (Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.19	Ago.20	30 Nov.20
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	92,9%	81,3%	80,8%
	(US\$ 68 315 mills.)	(US\$ 74 662 mills.)	(US\$ 71 728 mills.)
Repos	7,1%	18,7%	19,2%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	30,5%	23,0%	19,6%
En moneda nacional	18,8%	20,3%	17,7%
En moneda extranjera	11,7%	2,7%	1,9%
2. Depósitos totales del sistema financiero	29,1%	22,8%	20,8%
En moneda nacional	5,1%	3,8%	3,9%
En moneda extranjera	24,0%	19,0%	16,9%
3. Instrumentos del BCRP	12,5%	24,0%	27,3%
CD BCRP	11,6%	11,7%	12,9%
CDR BCRP	0,0%	0,9%	2,3%
Depósitos a Plazo	0,0%	8,6%	9,9%
Depósitos <i>overnight</i>	0,9%	2,8%	2,2%
4. Circulante	21,4%	20,5%	21,0%
5. Otros*	6,5%	9,8%	11,3%

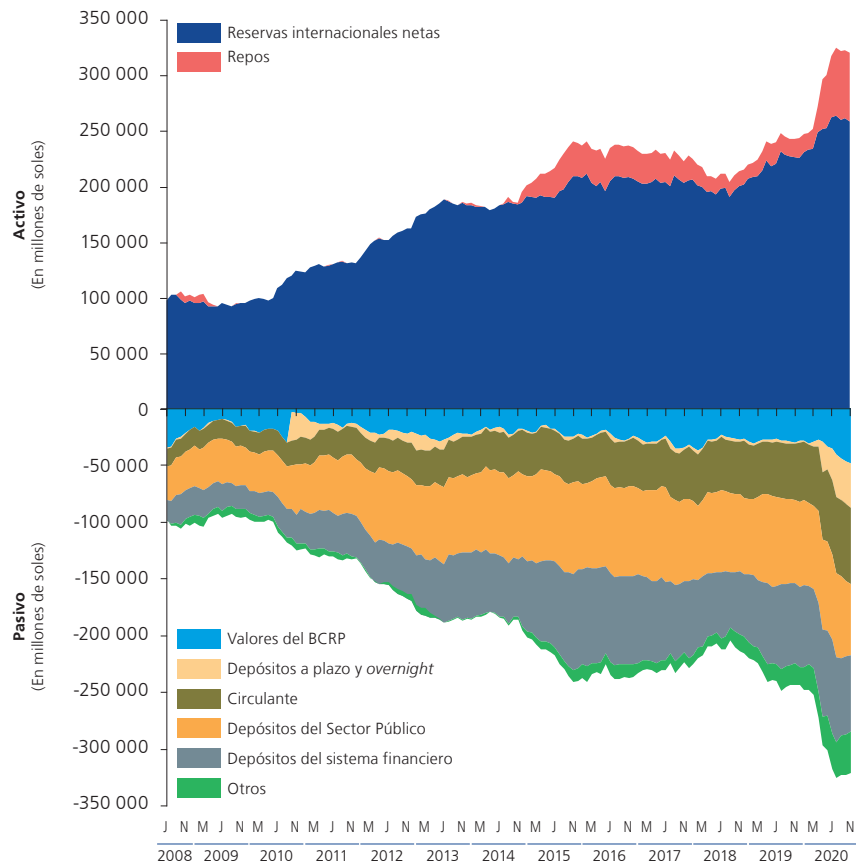
*Incluye patrimonio y otras cuentas





El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, a noviembre de 2020 los activos del BCRP ascienden a S/ 320 483 millones, equivalente a 45,1 por ciento del PBI, mayor al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del Banco Central.

Gráfico 76
EVOLUCIÓN DE LA HOJA DE BALANCE DEL BCRP: 2008-2020



La mayor inyección a plazo se refleja en el aumento en el plazo residual de estas operaciones, de 112 días en febrero a 808 días en noviembre. En la misma línea, con el objetivo de aumentar la liquidez en el sistema financiero, el BCRP ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos. Así, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero a 39 días en noviembre.

Gráfico 77



El plazo residual neto de operaciones del BCRP¹⁷ captura la posición expansiva del BCRP en la curva de rendimiento. Cuando se inyecta liquidez a plazos largos y se esteriliza a plazos cortos, se impulsa el aplanamiento de la curva de rendimiento y el plazo residual neto es mayor. Así, un plazo residual neto elevado denota mayor liquidez en el sistema financiero, ya que cuenta con activos líquidos próximos a vencer (CD BCRP) y tiene obligaciones de recomprar los activos reportados en un largo plazo. A noviembre el plazo residual neto de las operaciones del BCRP es de 573 días.

Gráfico 78

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



79. Con respecto a la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera, el 12 de diciembre el BCRP realizó una operación repo de valores a cambio de moneda

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





extranjera por US\$ 120 millones (Circular N° 050-2013-BCRP). Este instrumento permite a las entidades financieras con requerimientos de liquidez en dólares obtener dichos recursos mediante una operación de reporte de valores en moneda nacional del BCRP. Una característica de este instrumento es que permite proveer de liquidez en moneda extranjera a las entidades financieras, sin afectar la liquidez en moneda nacional.

Entre el 7 y el 10 de diciembre se observaron presiones transitorias al alza en la tasa de interés interbancaria en dólares, pasando de 0,26 por ciento el 4 de diciembre a 0,47 por ciento el día 10. Posteriormente, el 11 de diciembre volvió a ubicarse en 0,26 por ciento.

Mercados financieros

80. Los activos financieros locales presentaron un desempeño negativo y una mayor volatilidad en octubre y mediados de noviembre respecto al tercer trimestre, lo que estuvo asociado a la crisis política local, a la aprobación de los retiros de fondos de las AFP, y el entorno externo con mayor aversión al riesgo. Sin embargo, esta situación se ha revertido a partir de la tercera semana de noviembre, donde los mercados más afectados fueron el cambiario y el de bonos gubernamentales. En este contexto, las acciones del BCRP mediante inyección de liquidez e intervención en el mercado cambiario estabilizaron a los mercados en el reciente periodo de turbulencia social y política. Cabe señalar que hoy en día los inversionistas institucionales han registrado una recuperación en los portafolios administrados. Así, los valores cuota de los fondos de pensiones han revertido las pérdidas causadas por la crisis sanitaria, en línea con la recuperación de los precios de los activos en los mercados globales.

Tasas de interés

81. El BCRP ha continuado inyectando liquidez en el sistema financiero que se ha trasladado a las tasas de interés activas y pasivas, las cuales han alcanzado en algunos casos niveles mínimos históricos en el cuarto trimestre. En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y doce meses, éstas disminuyeron entre setiembre y diciembre en promedio 21 y 2 puntos básicos, respectivamente, ubicándose en noviembre en nuevos niveles mínimos históricos desde setiembre de 2010. Similarmente, el segmento de crédito con menor riesgo (corporativo) presenta una tasa significativamente menor en el cuarto trimestre e inclusive alcanzó un nuevo nivel mínimo histórico en octubre (1,8 por ciento). Asimismo, las menores tasas de interés de los bonos soberanos de largo plazo se han trasladado al sector hipotecario. De otro lado, los segmentos de pequeñas y micro empresas presentan mayores tasas de interés que se asocia a la culminación de la segunda fase del programa Reactiva Perú y al incremento de la morosidad.

Cuadro 40
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

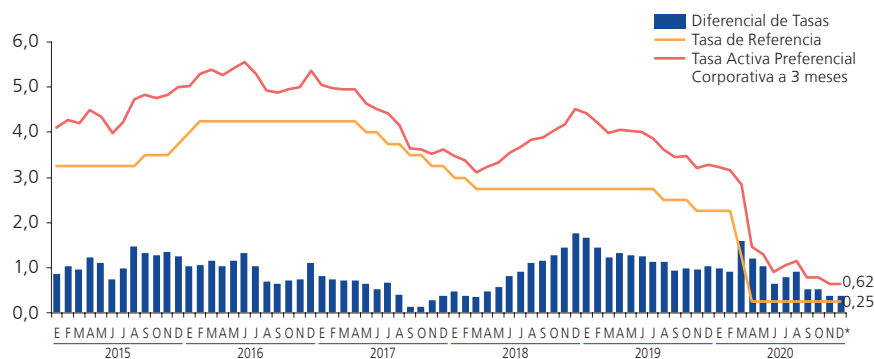
	Dic.18	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20	Set.20	Oct.20	Nov.20	Dic.20*
Pasivas										
Depósitos hasta 30 días	3,1	2,3	2,0	1,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,0	2,8	2,6	2,4	1,5	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	3,3	3,0	3,0	2,4	1,8	1,1	0,8	0,7	0,7
Activas										
Preferencial Corporativa 90 días	4,5	3,3	2,8	1,5	1,3	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6
Corporativos	4,9	3,8	3,6	4,0	2,9	3,0	2,5	1,8	2,0	2,4
Grandes Empresas	6,4	6,0	5,9	5,6	2,0	2,6	4,1	4,9	4,5	4,6
Medianas Empresas	9,8	9,3	8,9	8,1	2,4	3,9	4,2	5,2	5,4	5,8
Pequeñas Empresas	18,5	18,0	18,1	18,2	2,0	4,3	6,2	8,6	13,4	15,7
Microempresas	32,7	31,3	32,6	33,1	3,2	3,8	10,7	20,8	26,7	29,5
Consumo	44,9	40,9	39,3	41,4	40,4	38,6	38,3	37,5	36,9	38,3
Hipotecario	7,6	7,0	6,7	6,8	6,9	6,8	6,7	6,5	6,5	6,4

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

*Al 16 de Diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

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



*Al 16 de Diciembre.

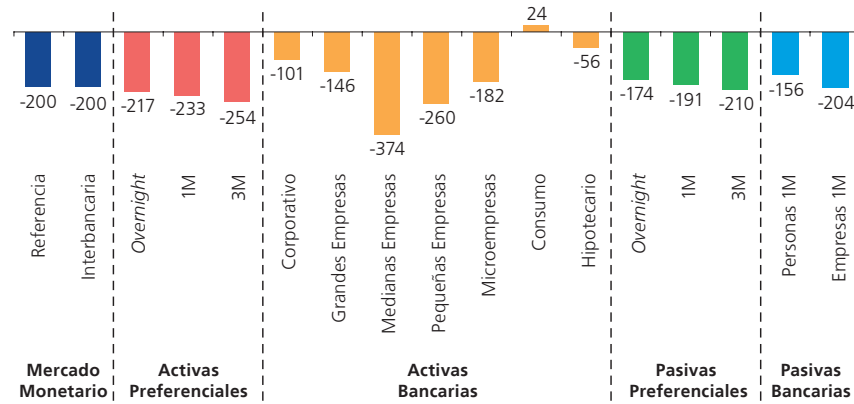
Fuente: BCRP y SBS.

En este contexto, las operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional al sistema financiero de hasta 3 años, las medidas de reducción de encaje, la reducción de la tasa de interés de referencia, las operaciones de reporte de cartera con garantía del Gobierno Nacional y las operaciones de reporte de reprogramación han dinamizado el crédito al sector privado y han acelerado el traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia al resto de tasas del sistema financiero.





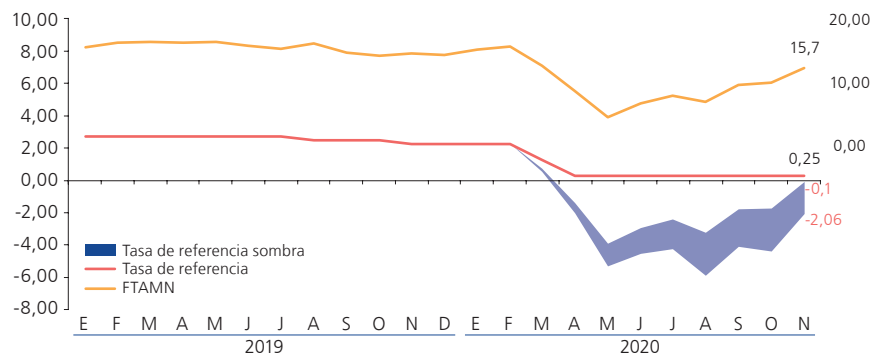
Gráfico 80
CAMBIO DE TASA DE INTERÉS EN SOLES (FEBRERO A DICIEMBRE 2020)
(Puntos Básicos)



* Al 16 de diciembre.
Fuente: BCRP y SBS.

82. La tasa de interés activa promedio en moneda nacional de las operaciones realizadas en los últimos 30 días (FTAMN) se ubicó en 15,7 por ciento en noviembre de 2020 (en mayo alcanzó su nivel mínimo histórico de 6,0 por ciento). Esta reducción en la FTAMN captura el efecto del conjunto de medidas de flexibilización de las condiciones monetarias del BCRP, que incluye la reducción de la tasa de interés de referencia y las medidas de inyección de liquidez.

Gráfico 81
FTAMN, TASA DE REFERENCIA Y TASA DE REFERENCIA "SOMBRA"
(Puntos porcentuales)

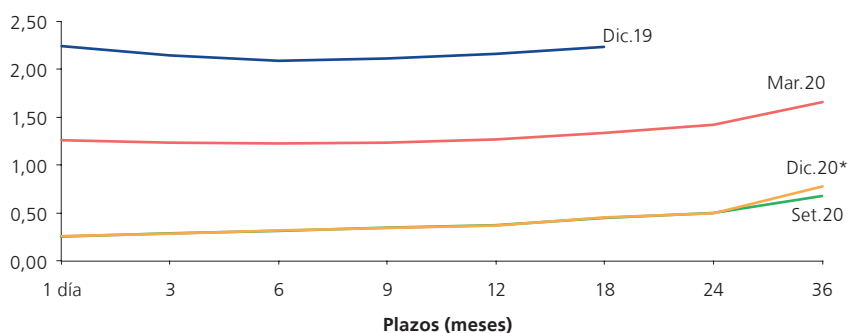


De acuerdo a estimaciones preliminares, la trayectoria de la FTAMN es consistente con el comportamiento de la tasa de interés de referencia "sombra", que se ubica en el rango de [-2,1; -0,1] para el mes de noviembre. La tasa de interés

de referencia “sombra” se define como el equivalente de la tasa de interés de referencia, sin restringir a que pueda tener valores negativos, que genera el mismo estímulo monetario teniendo en cuenta todas sus modalidades, lo cual incluye medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria.

83. La curva de rendimiento de los valores del BCRP presenta un mayor empinamiento al plazo de 3 años en diciembre de 2020, en línea con la expectativa de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de las tasas de interés. Así, para plazos entre 6 y 24 meses, las tasas no han variado entre setiembre y diciembre de 2020, mientras que a 36 meses la tasa aumentó de 0,68 a 0,78 por ciento.

Gráfico 82
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL 1/
(En porcentaje)



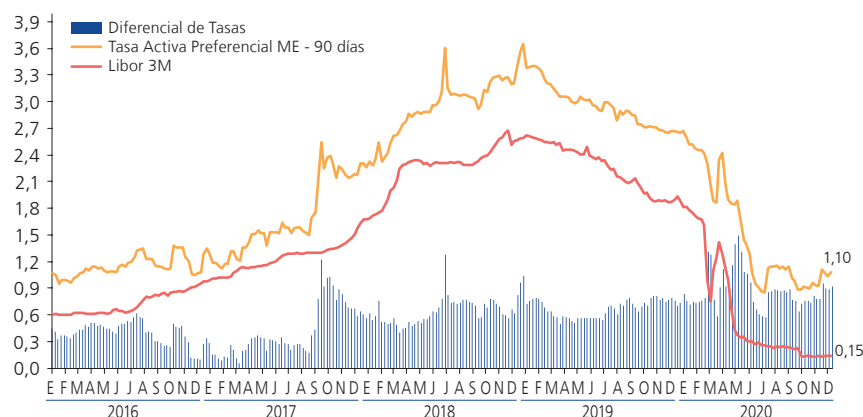
1/ Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CDBCRP.
* Al 16 de Diciembre.
Fuente: BCRP.

84. Las tasas de interés en dólares del mercado monetario presentan una tendencia al alza en los últimos meses, Así, entre setiembre y diciembre de 2020, la tasa interbancaria en moneda extranjera ha subido de 0,16 a 0,29 por ciento, asociado a la menor liquidez en dólares en las empresas bancarias, en línea con las mayores transferencias al exterior desde agosto de 2020.
85. En el caso de las tasas de interés preferenciales activas cobradas a los principales clientes, éstas aumentaron en promedio 18 puntos básicos a plazos entre 1 y 6 meses, mientras que las tasas de interés pasivas preferenciales también aumentaron pero en menor magnitud. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa Libor aumentó de 66 puntos básicos en setiembre a 94 puntos básicos en diciembre, por debajo del nivel máximo en el año (151 puntos básicos en mayo de 2020). De otro lado, el *spread* entre la tasa de interés pasiva y la tasa Libor a 3 meses ha subido en el cuarto trimestre de -8 a 4 puntos básicos, presentando un comportamiento estable.





Gráfico 83
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA
 A 90 DÍAS Y TASA LIBOR A 3 MESES**
 (En porcentaje)



* Al 16 de diciembre.
 Fuente: BCRP.

De forma similar, las tasas de interés pagadas por depósitos a plazo aumentaron en promedio 1 punto básico entre setiembre y diciembre de 2020. En el mercado de créditos las tasas de interés presentaron una reducción en la mayoría de los casos y se observa también una reducción considerable en el crédito desembolsado en dólares (caída de 10 por ciento interanual en octubre de 2020).

Cuadro 41
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
 (En porcentaje)

	Dic.18	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20	Set.20	Oct.20	Nov.20	Dic.20*
Pasivas										
Depósitos hasta 30 días	1,9	1,5	1,0	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,0	1,3	1,1	1,2	0,9	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,9	1,4	1,0	1,2	1,2	0,8	0,4	0,4	0,4	0,3
Activas										
Preferencial Corporativa 90 días	3,6	2,7	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9	0,9	1,1	1,1
Corporativos	4,0	3,2	2,7	3,1	3,1	2,8	2,3	1,9	2,0	2,0
Grandes Empresas	5,5	5,5	4,8	4,7	5,3	5,2	4,7	4,7	4,5	4,5
Medianas Empresas	6,9	6,6	6,7	6,6	6,6	6,3	6,7	6,5	6,4	6,3
Pequeñas Empresas	9,9	8,8	7,7	8,3	6,0	4,8	6,1	5,9	5,6	4,3
Microempresa	7,1	11,0	12,3	9,8	16,8	15,6	6,9	6,4	6,7	9,4
Consumo	36,1	36,1	36,1	37,3	37,1	36,6	34,4	35,1	35,2	35,4
Hipotecario	6,1	5,6	5,9	5,6	5,5	6,0	5,9	5,6	5,4	5,4

Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.
 *Al 16 de Diciembre.
 Fuente: BCRP y SBS.

Mercado de renta fija

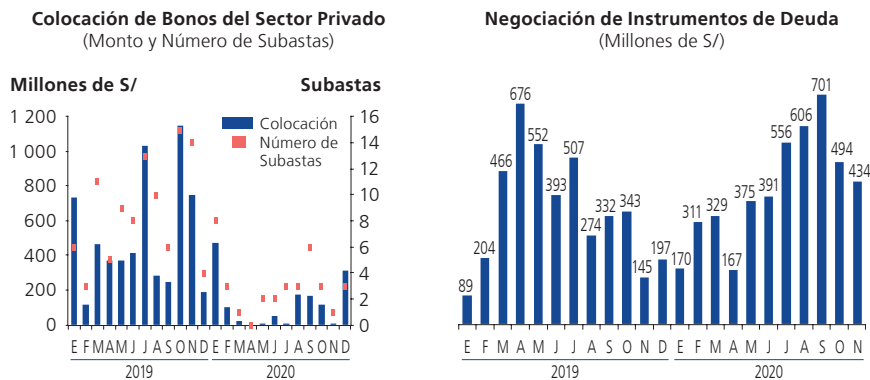
86. El financiamiento de las empresas peruanas en los mercados locales y externos presentó un menor dinamismo en el cuarto trimestre, aunque la perspectiva

es positiva por la estabilización de las condiciones financieras internacionales (tasas de interés bajas a nivel mundial), la reducción de los *spread* de riesgo de nuestros activos y el aumento del precio de los minerales, así como también por la coyuntura de abundante liquidez.

En el mercado de capitales local las colocaciones presentan un menor crecimiento. Así, las empresas del sector privado han colocado entre setiembre y diciembre de 2020 por oferta pública S/ 430 millones (S/ 352 millones en el tercer trimestre) de los cuales S/ 426 millones corresponden a valores en moneda local. De otro lado, la negociación de valores de deuda en el mercado secundario en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) aumentó en 100 por ciento en el tercer trimestre respecto al segundo trimestre. Asimismo, la participación de los inversionistas no residentes en valores locales en dólares se mantuvo sin variaciones entre setiembre y diciembre de 2020.

Gráfico 84

MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: SMV.

En el caso del financiamiento de empresas privadas peruanas en el mercado externo creció en 2020 pero disminuyó en el cuarto trimestre. Así, ocho empresas peruanas (tres bancos) vendieron valores por S/ 3 259 millones a plazos entre 2 y 14 años. En el cuarto trimestre solo se realizó una colocación de Auna por US\$ 300 millones a 5 años. Cabe indicar que el promedio mensual colocado en lo que va de 2020 (US\$ 284 millones) es el más alto desde el año 2017. Asimismo, en el caso de las empresas públicas, Cofide colocó US\$ 500 millones a 7 años en setiembre para recomprar parte de sus bonos con vencimiento en los años 2022 y 2025.

Por otro lado, en el año también se ha observado colocaciones internacionales por entidades no residentes en soles, realizándose 28 emisiones por un total de S/ 1 738 millones a plazos entre 3 meses y 7 años. El monto colocado en el año 2020 es el nivel máximo histórico y ha sido incentivado por el bajo costo





de cobertura, la demanda de los inversionistas por valores en soles que ofrecen cupones mayores a otros países emergentes, la confianza en la fortaleza del sol, y la expectativa de recuperación de la economía peruana.

Los inversionistas institucionales también presentan una recuperación en el valor de sus carteras administradas tras la caída registrada en marzo de 2020 por el inicio del aislamiento social.

Por un lado, el valor de la cartera de las AFP disminuyó entre febrero y marzo de 2020 en 10,8 por ciento al pasar de S/ 172 607 a S/ 154 004 millones. Sin embargo, se ha ido recuperando en los últimos meses y alcanza actualmente un nivel S/ 164 714 millones. La reducción en el valor de la cartera de la AFP se asocia a la desvalorización de los activos pero también a los desembolsos realizados por el retiro solicitado por los Decretos de Urgencia N° 034-2020 y N° 038-2020 y Ley N° 31017 que ascendió a S/ 24 263 millones. En total 6,8 millones de afiliados (de los 7,6 millones) realizaron retiros desde el 9 de abril. Por ello, entre abril y julio de 2020 las AFP generaron liquidez para realizar el pago a los afiliados mediante la liquidación de sus inversiones en el exterior; sus inversiones locales (principalmente bonos soberanos); con operaciones de reporte con el BCRP; con ventas directas de dólares al BCRP; y la reducción de sus depósitos en el sistema financiero local. Cabe resaltar que, las facilidades otorgadas por el BCRP permitieron que la liquidación de valores estuviera acotada y el impacto en el precio de los activos sea reducido.

En el caso de los fondos mutuos locales, desde febrero de 2020 se observó una reducción del número de participantes y del patrimonio administrado, asociado a la volatilidad en los mercados financieros globales y la incertidumbre sobre los efectos de la pandemia. Así, entre febrero y marzo de 2020 el patrimonio disminuyó de S/ 37 685 a S/ 34 744 millones. La tendencia en este episodio, en términos de caída de patrimonio y participantes, es muy similar a la observada en setiembre de 2008 por la gran crisis financiera internacional. No obstante, la recuperación esta vez ha sido más rápida. A noviembre de 2020 el patrimonio administrado asciende a S/ 45 104 millones.

Similarmente, las empresas de seguros han experimentado un aumento en el valor de su cartera administrada por la reactivación de las actividades económicas. La cartera administrada a setiembre de 2020 se ubicó en S/ 47 542 millones, mientras que en febrero y marzo ascendía a S/ 45 192 y S/ 44 861 millones, respectivamente.

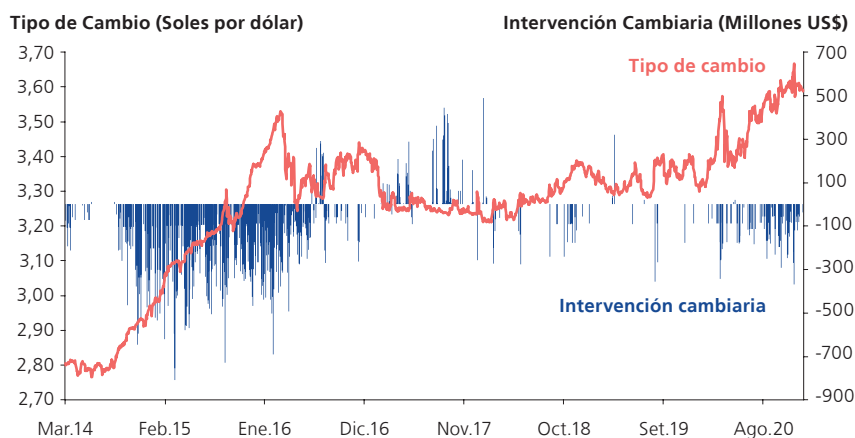
Mercado cambiario

87. En el cuarto trimestre la mayoría de las monedas de la región registran un desempeño positivo, favorecidas por la recuperación en el precio de los *commodities* y los avances en las pruebas de las vacunas del COVID-19. Sin embargo, la volatilidad en los mercados cambiarios aún es alta, teniendo en

cuenta la incertidumbre relacionada con la duración de la recesión global y los rebotes del COVID-19 que se vienen observando a nivel mundial.

En los meses de octubre y noviembre se observó una mayor volatilidad del sol, asociada al episodio de vacancia presidencial, que llevó al tipo de cambio a alcanzar un nivel récord histórico (S/ 3,667). Así, entre fines de setiembre y mediados de noviembre de 2020 el sol se depreció en 1,9 por ciento, al pasar de S/ 3,600 a S/ 3,667 por dólar; para luego registrar una apreciación de 2,1 por ciento al alcanzar a S/ 3,589 por dólar a inicios de diciembre. En lo que va del año se acumula una depreciación de 8,3 por ciento.

Gráfico 85
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiario. Al 16 de diciembre.

En el contexto de mayor incertidumbre a nivel doméstico, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de la subasta de *swaps* cambiarios venta, de colocación de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y de ventas en la mesa de negociación, con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio del sol y con ello preservar la estabilidad del sistema financiero y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Así, entre setiembre y diciembre se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 9 065 millones al plazo de 2 y 6 meses, y vencieron S/ 4 907 millones de forma regular. Con ello, el saldo de *swaps* cambiarios venta al 16 de diciembre se ubica en S/ 7 545 millones. En el caso de los CDR BCRP, se colocaron S/ 8 110 millones a plazos entre 2 y 3 meses y vencieron S/ 4 230 millones con lo que el saldo al 16 de diciembre se ubica en S/ 6 690 millones. El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y de CDR BCRP alcanza el nivel de S/ 14,2 millones (2,5 por ciento del PBI), nivel inferior al observado en el primer trimestre de 2016 (S/ 39,8 mil millones equivalente a 6,4 por ciento del PBI). Adicionalmente, el BCRP intervino en el mercado a través de ventas *spot* por US\$ 22 millones en la mesa de negociación.





Cuadro 42
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

Días de negociación	Número de días de intervención						Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)	
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención				
				Spot	Instrumentos	Total		
2016	250	50	119	134	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	26	64	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	12%	3,4%
2019	249	4	6	10	2%	2%	4%	4,4%
2020*	244	7	88	90	3%	36%	37%	7,5%

*Al 16 de diciembre.

88. El comportamiento volátil del tipo de cambio, en cuanto a los recientes episodios de crisis política, se ha caracterizado por ser de corta duración y alta volatilidad.
- i. En diciembre de 2017 se presentó la primera moción de vacancia del Presidente de la República. El tipo de cambio subió de S/ 3,244 a S/ 3,299 por dólar y, posteriormente, disminuyó a S/ 3,236 por dólar luego de no aprobarse dicha vacancia. Así, entre el 13 y 22 de diciembre la volatilidad anualizada del sol fue de 13,1 por ciento, muy por encima de la volatilidad observada en el mes de noviembre último, y por debajo del promedio regional. En particular, en este episodio el BCRP colocó CDR BCRP por US\$ 256 millones el 15 de diciembre.
 - ii. En marzo de 2018 se presentó una segunda moción de vacancia presidencial. En dicha oportunidad el tipo de cambio subió de S/ 3,255 a S/ 3,271 por dólar entre el 14 y el 19 de marzo, pero descendió por debajo de S/ 3,266 por dólar el 20 de marzo (el día previo a la renuncia del Presidente de la República). Luego, con la juramentación del nuevo titular del Poder Ejecutivo, el sol se apreció (0,4 por ciento). En este caso, el BCRP no intervino en el mercado cambiario, donde la volatilidad entre el 14 y 22 de marzo fue menor a la registrada en febrero de 2020, y estuvo también por debajo al resto de países latinoamericanos.

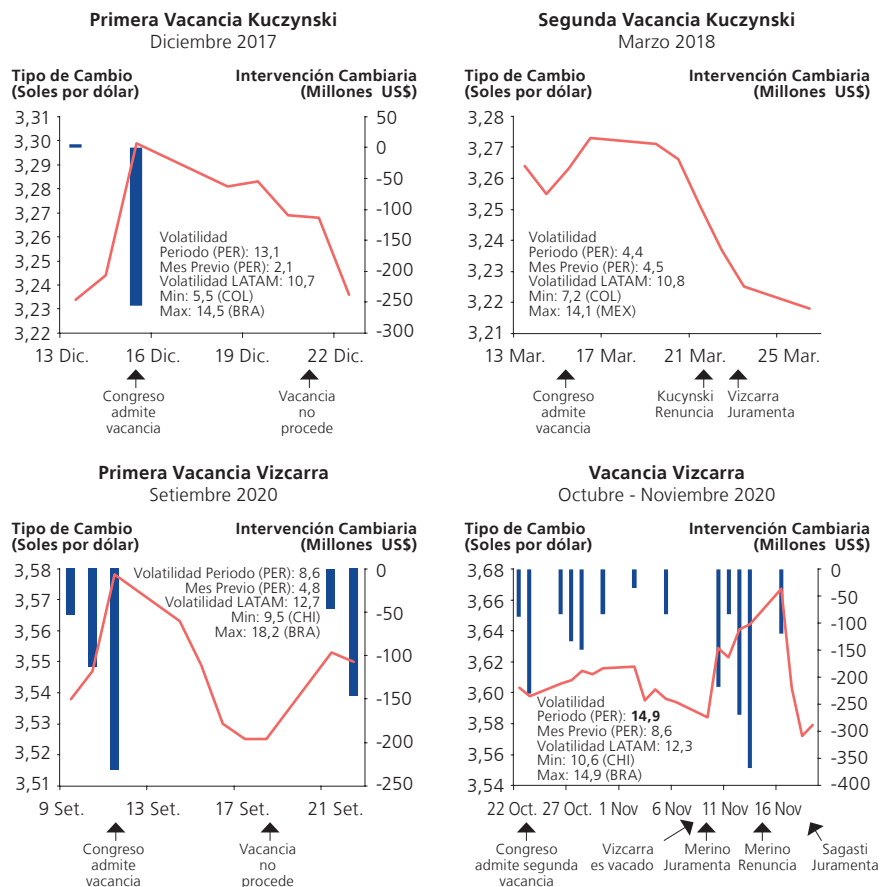
Por su parte, en 2020 se llevaron a cabo dos episodios de alta incertidumbre política. En primer lugar, el 11 de setiembre el Congreso admitió un primer proceso de vacancia contra el Presidente de la República, el cual tuvo un impacto reducido en el mercado cambiario, dada la intervención del BCRP a través de una colocación de CD BCRP por US\$ 36 millones y de SCV por US\$ 196 millones. La volatilidad del sol en el periodo comprendido entre el 10 y 21 de setiembre fue de 8,6 por ciento, por debajo del promedio LATAM (12,7 por ciento) pero por encima de agosto de 2020 (4,8 por ciento).

Luego hubo una segunda moción de vacancia mediante la cual el Presidente Martín Vizcarra fue vacado del cargo el 9 de noviembre. El tipo de cambio subió de S/ 3,584 por dólar el 9 de noviembre a S/ 3,629 por dólar el 10 de noviembre

(depreciación diaria más alta desde el 1 de abril de 2020) y se alcanzó el 16 de noviembre un nuevo nivel máximo histórico (S/ 3,667 por dólar) tras la renuncia del Presidente Manuel Merino. Luego de la elección del nuevo Presidente de la República Francisco Sagasti, el 17 de noviembre el sol se apreció en 1,75 por ciento (la mayor desde el 27 de marzo de 2020). En este episodio comprendido entre el 9 y 18 de noviembre, la volatilidad del periodo fue de 14,7 por ciento, por encima del promedio regional (12,7 por ciento); mientras que la intervención del BCRP ascendió a US\$ 1 058 millones mediante colocaciones de CDR BCRP (US\$ 299 millones) y SCV (US\$ 759 millones).

Los flujos cambiarios entre el 9 y 18 de noviembre fueron de demanda neta de US\$ 592 millones, principalmente de parte de los inversionistas no residentes en los mercados *spot* y derivados (US\$ 489 millones). La oferta provino del sistema no financiero y la intervención del BCRP.

Gráfico 86
VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN RECIENTES PERIODOS DE CRISIS POLÍTICAS



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios.
2/ La volatilidad es la desviación estándar anualizada de los retornos diarios.
3/ LATAM: Brasil, Chile, Colombia y México.

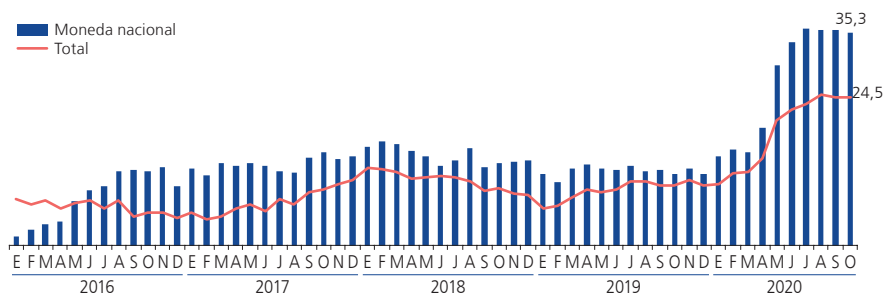




Liquidez

89. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 24,5 por ciento en octubre de 2020. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 35,3 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 6,0 por ciento, reflejando así una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional.

Gráfico 87
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)



El coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 35,8 por ciento en 2019 a 31,3 por ciento en octubre de 2020. Dicha caída es explicada por una disminución del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 30,1 a 27,0 por ciento) y de las empresas (de 45,9 a 37,9 por ciento).

Para el resto del año se espera que los depósitos continúen creciendo a una tasa mayor a la del crédito al sector privado.

Cuadro 43
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO) 1/
(Variaciones porcentuales anuales)

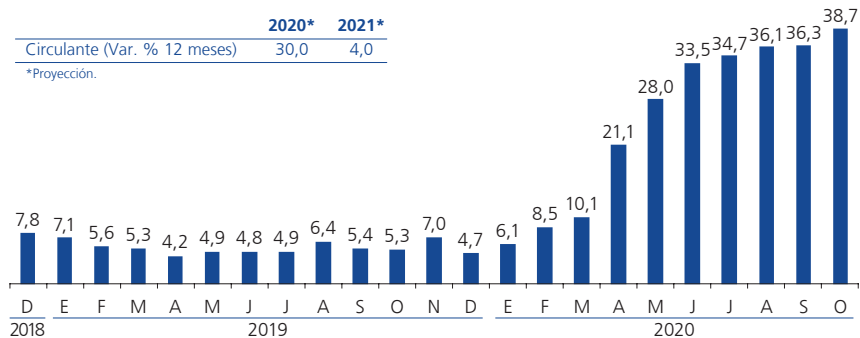
	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Oct.20	Dic.20*	Mar.21*	Jun.21*	Set.21*	Dic.21*	Dic.22*
Circulante (fin de periodo)	4,6	10,1	33,5	36,3	38,7	30,0	22,5	0,7	-1,7	4,0	3,0
Depósitos en moneda nacional	11,9	15,4	33,6	35,8	35,3	32,5	32,0	16,0	11,7	6,8	7,0
Depósitos totales ^{1/}	10,0	12,2	22,5	24,6	24,5	24,0	24,2	12,7	9,2	5,2	5,3
Liquidez en moneda nacional	10,2	13,3	32,1	34,3	34,2	32,0	30,0	12,6	8,7	6,2	6,1
Liquidez total ^{1/}	9,4	11,5	24,1	26,0	26,1	25,0	23,9	10,7	7,4	5,0	5,0
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,8	9,7	19,0	22,7	21,6	20,4	19,7	9,7	4,4	3,8	3,4
Crédito al sector privado total ^{1/}	6,9	8,3	13,3	14,1	13,1	12,5	10,7	5,5	3,2	3,0	3,0

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

90. El **circulante** crecería 30 por ciento en 2020 y 4 por ciento en 2021. En particular, la aceleración del circulante en 2020 contempla la mayor acumulación de billetes y monedas de manera precautoria por parte de la población. Este incremento correspondería a la mayor demanda transaccional y precautoria originada por los efectos del Estado de Emergencia ante la pandemia de COVID-19. Las restricciones en la actividad económica y la implementación de subsidios monetarios para que las personas de bajos recursos cubran sus necesidades básicas habrían llevado a que un segmento importante de la población utilice efectivo en sus transacciones y además lo mantengan por motivos de precaución en la actual coyuntura.

Al respecto, es importante resaltar que el inicio de las fases de reactivación económica ha contribuido a la normalización del comportamiento del circulante, cuyo incremento de tasa anual ha sido más moderado a partir del mes de junio. En el último trimestre de 2020 se espera que la entrega del Segundo Bono Universal tenga un impacto positivo en el crecimiento del circulante.

Gráfico 88
CIRCULANTE
(Variación % 12 meses)



91. En el Perú, la tasa de crecimiento anual del circulante en octubre de 2020 fue 38,7 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en marzo de 2020, de 10,1 por ciento.

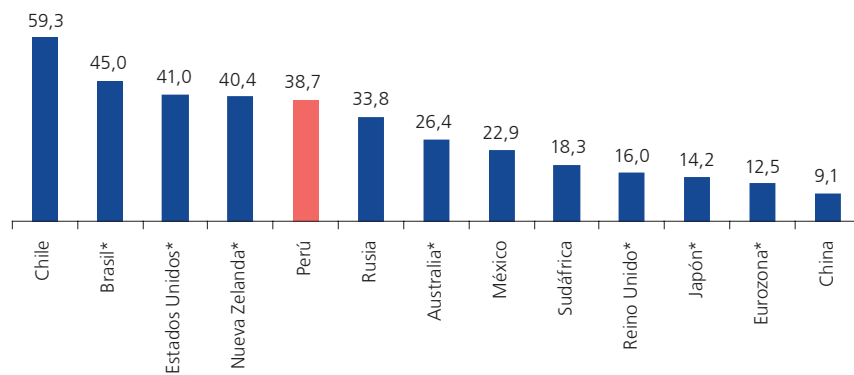
Estos incrementos de dinero en efectivo disponible no generan presiones inflacionarias, puesto que en tiempos de crisis la velocidad de circulación del dinero disminuye, debido al aumento precautorio de la demanda por circulante (en Perú, la tasa de crecimiento anual de la velocidad en el tercer trimestre de 2020 fue -30,2 por ciento, inferior a la tasa de crecimiento observada en el primer trimestre de -12,3 por ciento). En este sentido, a pesar del creciente uso





de medios de pago alternativos (dadas las mejoras tecnológicas), la demanda por efectivo ha sido excepcionalmente alta.

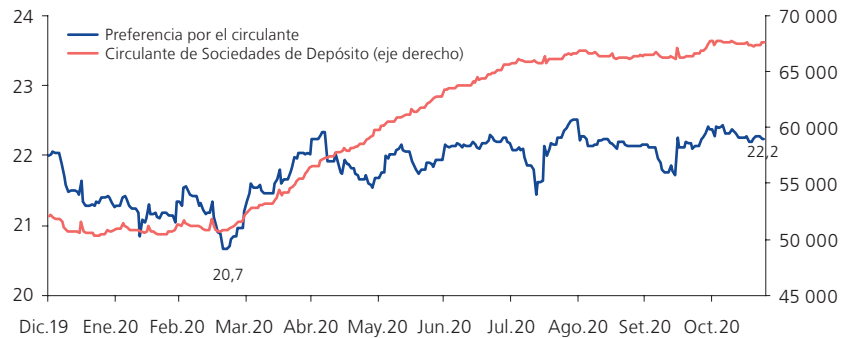
Gráfico 89
CRECIMIENTO ANUAL DEL CIRCULANTE: OCTUBRE DE 2020
(En variaciones porcentuales)



* Setiembre 2020.
Fuente: OECD y Bancos Centrales.

92. A inicios de la cuarentena, la preferencia por el circulante había alcanzado niveles mínimos históricos (20,7 por ciento). Luego de ello, se observa un crecimiento sostenido hasta la primera semana de mayo, para luego mantenerse ligeramente por encima de 22 por ciento, salvo por periodos cortos en las segundas semanas de agosto y de octubre.

Gráfico 90
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



* Preliminar.

Crédito al sector privado

93. El **crédito al sector privado** se aceleró desde una tasa de expansión de 6,9 por ciento en 2019 a una tasa interanual de 13,1 por ciento en octubre, impulsado por el programa Reactiva Perú. Por segmentos, el crédito a empresas creció 22,9 por ciento, mayor a la tasa observada en diciembre de 2019 (4,2 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales pasó de crecer 11,3 por ciento en 2019 a caer 1,9 por ciento en octubre. En el caso del crédito a las personas, se registró una disminución de todos los rubros de crédito de consumo (el crédito vehicular, el de tarjetas de crédito y el resto de créditos de consumo disminuyeron en 3,6, 13,6 y 0,6 por ciento, respectivamente). Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son las medianas empresas (40,7 por ciento), seguido de las pequeñas y microempresas (35,5 por ciento), y corporativos y grandes empresas (10,4 por ciento).

El crédito en soles continúa creciendo a tasas de dos dígitos, impulsado principalmente por el programa Reactiva Perú. Por otra parte, el crédito en dólares se ha venido reduciendo desde junio por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, al mes de octubre el crédito en soles se expandió 21,6 por ciento, mientras que el denominado en dólares se redujo en 10,3 por ciento en el mismo periodo.

94. Las medidas tomadas por el BCRP y sostenidas a la fecha, que permiten una flexibilización de las condiciones financieras en distintas modalidades, han provocado que el crédito continúe registrando un comportamiento anticíclico, contrarrestando de esta manera los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica.

Cuadro 44
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/
(Tasas de crecimiento anual)

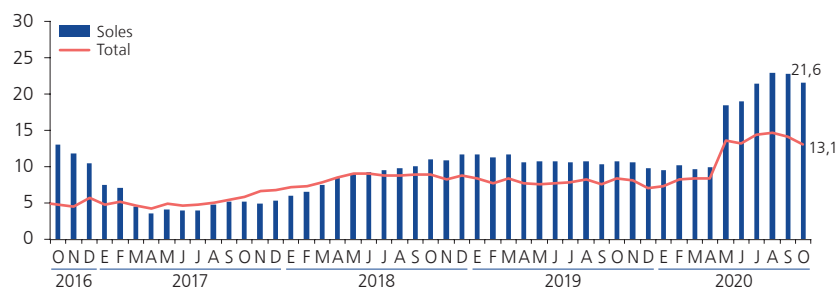
	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Oct.20
Crédito a empresas	7,0	7,3	5,3	4,9	4,2	7,7	20,1	24,3	22,9
Corporativo y gran empresa	9,1	8,9	6,3	6,4	4,4	11,7	22,0	13,7	10,4
Medianas empresas	3,8	3,9	1,6	0,1	0,5	0,6	21,7	40,2	40,7
Pequeña y microempresa	5,9	7,0	7,1	6,6	7,7	5,5	13,9	33,8	35,5
Crédito a personas	11,5	11,7	11,4	11,7	11,3	9,3	2,8	-1,3	-1,9
Consumo	13,1	13,5	13,0	13,4	12,8	10,2	1,6	-4,2	-5,0
Vehiculares	-3,5	2,7	6,9	8,5	11,9	6,9	0,9	-3,1	-3,6
Tarjetas de crédito	11,9	14,7	14,8	16,0	13,4	8,9	-4,8	-12,6	-13,6
Resto	14,7	13,4	12,3	12,3	12,6	11,0	5,0	0,1	-0,6
Hipotecario	9,0	9,1	9,1	9,1	9,0	8,0	4,6	3,1	2,8
TOTAL	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	8,3	13,3	14,1	13,1

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



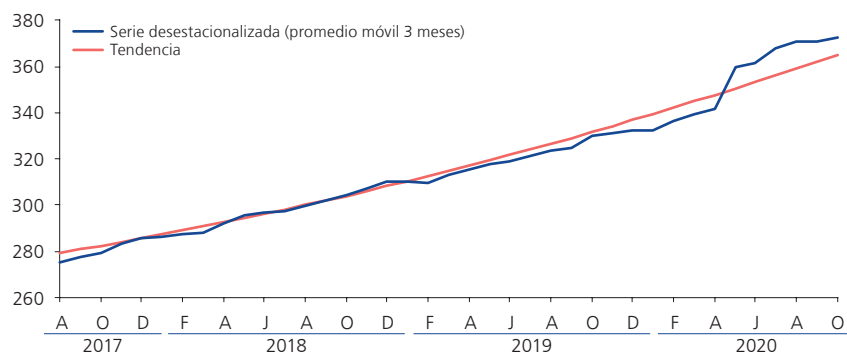


Gráfico 91
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Tasas de crecimiento anual)



95. El saldo del crédito total al sector privado evolucionó por encima de su tendencia de largo plazo, consistente con el inicio del programa Reactiva Perú y la flexibilización de las condiciones financieras para salvaguardar la cadena de pagos.

Gráfico 92
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DESESTACIONALIZADO Y TENDENCIA
 (Miles de millones de soles)



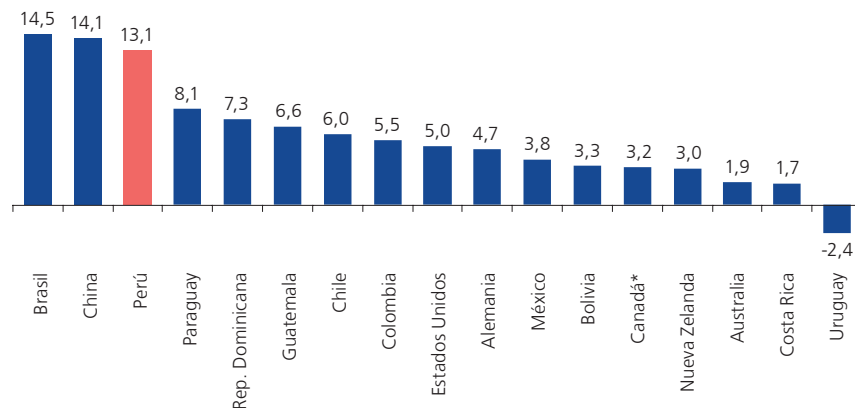
Cuadro 45
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Oct.20
Moneda Nacional	11,6	11,7	10,7	10,4	9,8	9,7	19,0	22,7	21,6
Moneda Extranjera	1,9	2,4	0,2	0,3	-0,4	4,6	-2,3	-9,5	-10,3
Total	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	8,3	13,3	14,1	13,1

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

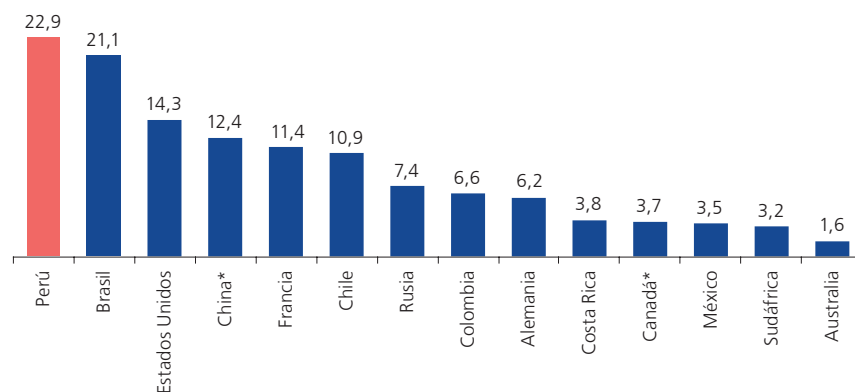
96. A nivel mundial, el crédito al sector privado ha respondido a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los bancos centrales. Las tasas de crecimiento anual del crédito total al sector privado y a empresas de octubre de 2020 de Perú están entre las más altas a nivel internacional (13,1 por ciento y 22,9 por ciento, respectivamente).

Gráfico 93
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO: OCTUBRE DE 2020
(En variaciones porcentuales)



* Información a setiembre de 2020.
Fuente: Bancos Centrales.

Gráfico 94
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS: OCTUBRE DE 2020
(En variaciones porcentuales)



* A setiembre de 2020.
Fuente: Bancos Centrales.

97. La encuesta de condiciones crediticias del BCRP muestra que las condiciones de oferta siguen siendo restrictivas con respecto al trimestre pasado, aunque con mejoras para corporativos, grandes y medianas empresas, caso contrario para las





pequeñas y microempresas. En el caso de los créditos a personas naturales, hay una mejora para los tres tipos de crédito.

98. Por otro lado, la percepción de la demanda de los créditos, para el caso de las empresas se mantiene restrictiva para todos los segmentos. Para corporativos y grandes empresas se observa un deterioro, por el contrario, para las medianas, pequeñas y microempresas, una mejora. Para el caso de crédito a personas, se observa una recuperación de las perspectivas de demanda, tras su drástica caída en el trimestre pasado. Resalta el caso de los créditos hipotecarios que habían alcanzado su mínimo histórico durante el segundo trimestre de 2020, sin embargo, para el presente trimestre son los que muestran mayor recuperación, e incluso, una mejora en las condiciones de demanda.

Cuadro 46
RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONDICIONES CREDITICIAS 2019-2020
(Indicadores de situación actual)

	II Trim. 19	III Trim. 19	IV Trim. 19	II Trim. 20	III Trim. 20	Prom. IV 11 - II 20
Corporativos y grandes empresas						
Oferta (bancos)	40,6	50,0	50,0	29,2	41,7 ↑	46,0
Demanda (clientes)	41,7	41,7	45,8	55,0	35,7 ↓	53,5
Medianas empresas						
Oferta (bancos)	53,1	50,0	53,6	35,7	44,4 ↑	46,6
Demanda (clientes)	66,7	50,0	62,5	37,5	42,9 ↑	55,4
Pequeñas y microempresas						
Oferta (bancos)	53,6	45,0	54,2	46,4	32,1 ↓	45,8
Demanda (clientes)	65,0	54,2	54,2	37,5	41,7 ↑	52,4
Consumo						
Oferta (bancos)	50,0	54,2	50,0	39,3	43,8 ↑	47,7
Demanda (clientes)	60,7	70,8	62,5	16,7	42,9 ↑	56,2
Hipotecario						
Oferta (bancos)	39,3	50,0	50,0	42,9	46,9 ↑	48,4
Demanda (clientes)	50,0	61,9	58,3	8,3	53,6 ↑	54,6
Tarjetas de crédito						
Oferta (bancos)	42,9	50,0	50,0	33,3	36,1 ↑	46,7
Demanda (clientes)	53,6	62,5	62,5	25,0	31,3 ↑	55,8

Elaboración propia.

[1] La encuesta incluye bancos comerciales.

[2] El índice de evolución de las condiciones de oferta crediticia se construye a partir de la diferencia entre el porcentaje de entidades que han "relajado" los criterios de aprobación de créditos menos el porcentaje de empresas que lo han "restringido". Este índice fluctúa entre 0 y 100; de esta forma, los valores superiores a 50 indican un "relajamiento" de las condiciones crediticias, mientras que valores por debajo de 50 indican un "endurecimiento" de las condiciones crediticias. Asimismo, un valor del índice igual a 50 refleja una posición neutral, sin cambios en las condiciones crediticias.

Dolarización del crédito y de la liquidez

99. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 21,0 por ciento en octubre, menor al nivel observado en diciembre de 2019 (25,9 por ciento). Esta reducción es consecuencia, principalmente, de una

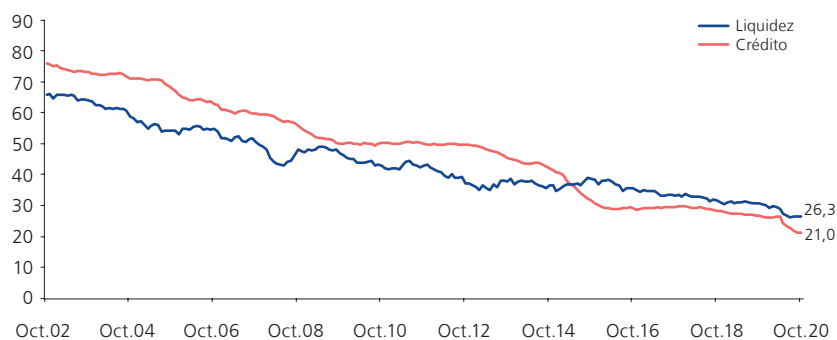
menor dolarización del crédito a empresas, la que disminuyó de 37,3 a 27,8 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, la dolarización del crédito a personas continuó con su tendencia a la baja. Así, el segmento de créditos hipotecarios pasó de 13,3 por ciento en diciembre de 2019 a 12,0 por ciento en octubre y el de crédito de consumo disminuyó de 6,0 por ciento a 5,4 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 47
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/
 (En porcentajes)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Oct.20
Crédito a empresas	38,7	38,2	38,4	38,1	37,3	37,8	31,7	27,9	27,8
Corporativo y gran empresa	51,9	51,2	51,8	51,3	50,5	50,4	43,2	41,8	42,0
Medianas empresas	40,1	39,9	39,7	39,4	38,5	38,7	30,0	24,4	24,2
Pequeña y microempresa	6,2	5,9	5,7	5,7	5,7	5,6	4,9	3,8	3,8
Crédito a personas	10,4	10,0	9,7	9,4	8,9	8,5	8,3	8,2	8,1
Consumo	6,4	6,2	6,2	6,2	6,0	5,7	5,5	5,4	5,4
Vehiculares	13,9	13,4	14,2	14,8	14,8	14,9	14,9	16,0	16,0
Tarjetas de crédito	7,1	7,2	7,4	7,4	7,1	6,6	5,6	5,3	5,3
Resto	5,6	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	4,9
Hipotecario	16,3	15,5	14,9	14,2	13,3	12,7	12,5	12,1	12,0
TOTAL	27,8	27,2	27,1	26,7	25,9	26,3	23,4	21,2	21,0

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

Gráfico 95
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2002-2020
 (Porcentaje)



Morosidad

100. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,85 por ciento en octubre, mayor en 0,57 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2019 (3,28 por ciento). Este resultado estaría explicado principalmente por la mayor morosidad





de los créditos a personas naturales, en particular tarjetas de crédito. El aumento de la morosidad del crédito a empresas fue más moderado, lo que reflejaría que las reprogramaciones y los programas de crédito con garantía estatal incluyen periodos de gracia; asimismo estos programas de crédito han contribuido con la expansión de los créditos vigentes, que también coadyuvan a moderar el incremento del ratio de morosidad.

Cuadro 48
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(En porcentajes)

	Dic. 18	Mar.19	Jun.19	Set. 19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Oct.20
Crédito a empresas	3,59	3,66	3,68	3,70	3,57	3,68	3,57	3,60	3,71
Corporativo y grandes empresas	0,58	0,61	0,64	0,57	0,62	0,63	0,66	0,84	0,96
Medianas empresas	7,84	8,10	8,25	8,67	8,24	9,00	7,53	6,81	6,76
Micro y pequeñas empresas	7,60	7,52	7,57	7,52	7,13	7,41	6,97	6,07	6,17
Crédito a personas	3,18	3,10	3,24	3,17	3,15	3,33	3,77	4,08	4,47
Consumo	3,32	3,19	3,37	3,28	3,27	3,47	3,91	4,58	5,23
Tarjetas de crédito	5,32	5,27	5,52	5,49	5,47	5,79	6,21	8,24	9,57
Vehicular	4,45	3,92	3,97	3,97	3,75	3,86	4,78	5,58	5,71
Resto	1,54	1,56	1,59	1,66	1,68	1,83	2,55	2,52	2,88
Hipotecario	3,01	2,98	3,07	3,02	2,98	3,15	3,59	3,47	3,53
PROMEDIO	3,44	3,46	3,52	3,50	3,28	3,41	3,52	3,66	3,85

101. De otro lado, es importante señalar que el sistema financiero viene tomando medidas para atenuar el impacto de la pandemia sobre su solvencia. Entre estas, destacan el fortalecimiento de la base patrimonial, el mejor control de gastos operativos y financieros, y la constitución de provisiones voluntarias.

Proyección del crédito al sector privado

102. Para el horizonte de proyección (2020-2022) se prevé que el crédito al sector privado crezca a tasas superiores a las del PBI nominal, con lo que el ratio respecto al PBI se incrementaría de 43 por ciento en 2019 a 46 por ciento en 2022. Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica hasta alcanzar su nivel prepandemia en 2022.

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 20,4 por ciento en 2020, 3,8 por ciento en 2021 y 3,4 por ciento en 2022, tomando en cuenta el efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 12,5 por ciento en 2020, 3,0 por ciento en 2021 y 3,0 por ciento en 2022. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 20 por ciento a fines de 2022.

Gráfico 96
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
 (Var. %)

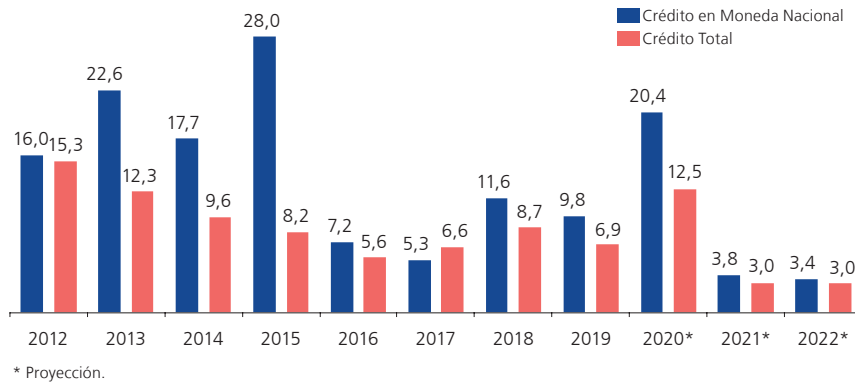
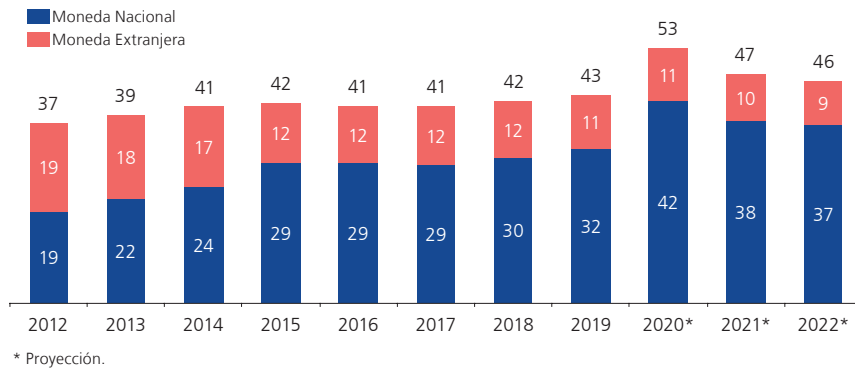


Gráfico 97
RATIO CRÉDITO / PBI
 (Porcentaje)



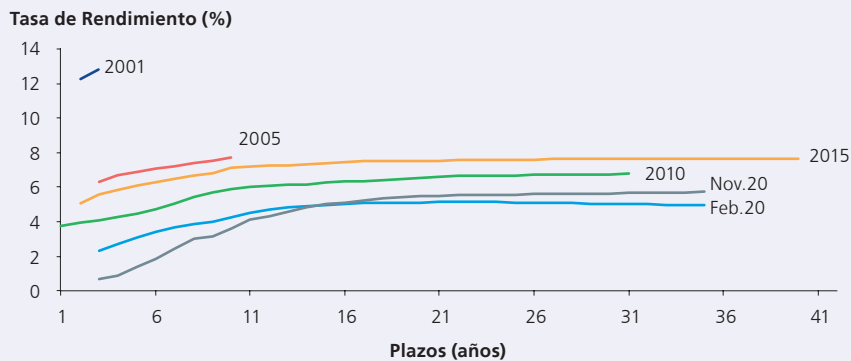


Recuadro 6 EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS SOBERANOS, PRINCIPALES PARTICIPANTES Y CAMBIOS DE ESTRUCTURA EN EL TIEMPO

En este recuadro se describe la evolución del mercado de bonos soberanos y sus participantes en los últimos años. Los bonos soberanos son valores representativos de deuda emitidos por el Perú denominados en soles (nominales) o indexados a la inflación (VAC). El mercado en el que se negocian estos valores ha experimentado un crecimiento significativo desde el año 2003, tras la implementación del programa de creadores de mercado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Así, el saldo de los Bonos del Tesoro Público (BTP) ha evolucionado desde un nivel de S/ 6 497 millones en 2003 hasta S/ 122 950 millones a octubre de 2020. Este mayor desarrollo en el mercado de BTP, principalmente desde el año 2013, ha ido en línea con el ingreso de capitales foráneos al mercado de bonos peruano para aprovechar las oportunidades de inversión. Los principales participantes en el mercado de BTP son los inversionistas no residentes, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y las empresas bancarias.

El desarrollo del mercado de BTP ha permitido la creación de una curva de rendimiento libre de riesgo con plazos cada vez más largos. El alargamiento de la curva de rendimiento se inició en el año 2005 con la colocación de bonos hasta 15 años, y desde el año 2007 con BTP a 20 años. Recientemente, en el año 2020, las tasas de interés de los BTP de corto plazo han disminuido, mientras que las tasas de interés de los BTP de largo plazo han aumentado, lo que se ha traducido en un empinamiento reciente de la curva de rendimiento.

CURVA DE RENDIMIENTO DE BTP (En porcentaje)



Fuente: MEF.

Posteriormente, en el año 2010 se colocaron bonos a 32 años, mientras que en el año 2014 se subastaron bonos a 41 años. Actualmente, el BTP con vencimiento en el año 2055 es el de mayor plazo dentro del portafolio de instrumentos de deuda del gobierno.

FECHA DE COLOCACIONES DE BTP NOMINALES*																
País	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2011	2013	2014	2016	2017	2018	2019
9 Mar.03	X															
10 Abr.03		X														
21 Jun.03			X													
25 Set.03	X															
10 Ene.04	X															
18 Ene.04		X														
22 May.04		X														
21 Jun.04	X															
8 Oct.04			X													
18 Ene.05		X														
11 Jun.05			X													
7 Mar.06				X												
12 Ago.06			X													
11 Feb.07				X												
9 Oct.07			X													
9 Jul.08			X													
11 Feb.09				X												
10 Mar.10				X												
10 Ago.11				X	X											
31 Ene.12																
12 Set.13										X						
5 May.15					X											
12 Ago.16					X											
12 Ago.17					X											
12 Ago.20					X											
12 Set.23											X					
12 Ago.24												X				
4 Ene.26											X					
12 Ago.26						X										
12 Ago.28													X			
12 Feb.29											X					
12 Feb.29															X	
12 Ago.31								X								
12 Ago.32														X		
12 Ago.34																X
12 Ago.37							X									
12 Ago.40																X
12 Feb.42									X							
12 Feb.55												X				

* Corresponde al año de la primera colocación de cada bono. Las reaperturas no son consideradas.

Principales tenedores de los BTP

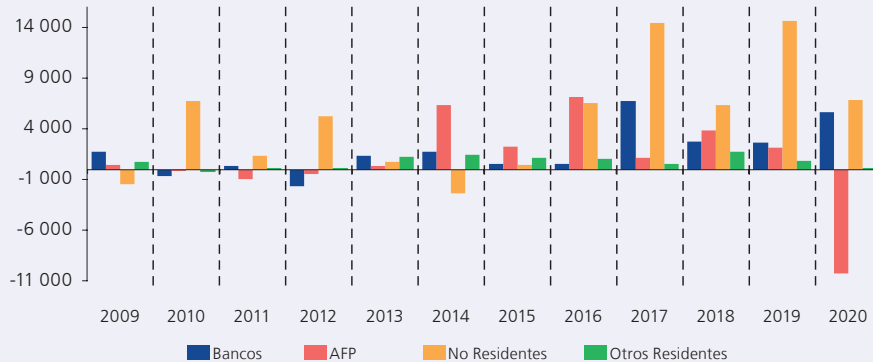
Desde el año 2010, los inversionistas no residentes son los principales tenedores de los BTP (53 por ciento del total de deuda soberana al 16 de diciembre), quienes han sido atraídos por los buenos fundamentos macroeconómicos, la mejora en las calificaciones crediticias de la deuda soberana¹⁸ y los altos diferenciales de tasas de interés, en un entorno externo de bajas tasas de interés y alta liquidez global.

18 Perú recibió el grado de inversión en 2007 por Fitch y S&P, y en 2008 por Moody's.





CAMBIOS EN TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS (Millones de soles)



La mayor participación de los inversionistas no residentes en el tiempo también se ha reflejado en el mercado cambiario local, donde tradicionalmente venden dólares en el mercado *spot* para invertir en activos en moneda local y simultáneamente cubren sus posiciones en el mercado de derivados a través de contratos *forward* compra. Por lo general estos inversionistas demandan mayores operaciones de cobertura en periodos de depreciación del sol, pero no se retiran del mercado debido a los buenos fundamentos macroeconómicos.

En el caso de las AFP, se observa un incremento sostenido de las tenencias de BTP entre los años 2001 y 2007, mientras que entre los años 2010 y 2013 vendieron sus posiciones a los inversionistas no residentes. Posteriormente, la participación de las AFP creció en línea con las nuevas emisiones del gobierno. Actualmente por efecto del retiro excepcional de los afiliados, las AFP han liquidado entre marzo y setiembre de 2020 S/ 8 807 millones¹⁹.

Por su parte, la participación de las empresas bancarias en el mercado de BTP ha crecido de 7 por ciento en 2007 a 19 por ciento en 2020. En los últimos años los bancos han demandado activos de alta calidad como los BTP para cumplir con los requerimientos de cobertura de liquidez.

Principales características de los BTP

A setiembre de 2020, los bonos nominales representan el 98 por ciento del saldo total. Por saldo, destacan los bonos con vencimiento entre los años 2028 y 2037 (entre 7 y 16 años). Por tenedor, los inversionistas no residentes son los principales demandantes de los bonos de mediano plazo (BTP 2026 a 2032); mientras que los bancos son los principales inversionistas de bonos de corto plazo (BTP 2023 y 2024), y las compañías de seguros de bonos de largo plazo (BTP 2042 y 2055).

¹⁹ Cabe señalar que, las AFP también son participantes importantes en el mercado cambiario, quienes demandan dólares en el mercado *spot* para invertir en el exterior y ofrecen dólares en el mercado de derivados con fines de cobertura, donde el principal grupo de contraparte para estas entidades son los inversionistas no residentes.

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS SOBERANOS

(Millones de Soles)

Fecha de Vencimiento	Tasa Cupón	Fecha de Colocación	Al 19 de Noviembre					Monto Negociado 2020 (Datatec)**	Ratio de Rotación (%)
			Saldo	Valor de Mercado	Tasa de Rendimiento	Tasa de Rendimiento Prom. 30D	Volatilidad 2020*		
12 Set.23	5,200	22 Jun.12	1 309	1 481	0,65	0,61	3,7	73	5,6
12 Ago.24	5,700	7 Nov.14	6 739	7 949	0,84	0,89	3,9	827	12,3
12 Ago.26	8,200	3 May.06	12 517	16 653	1,82	1,94	8	1 938	15,5
12 Ago.28	6,350	7 Oct.06	14 472	17 446	2,97	3,08	15	2 138	14,8
12 Feb.29	6,000	10 Jul.13	31	37	3,10	3,19	10	0	0,0
12 Feb.29	5,940	6 Dic.18	15 467	17 361	3,09	3,22	14	2 012	13,0
12 Ago.31	6,950	24 Abr.08	14 748	17 692	4,07	4,13	14	1 912	13,0
12 Ago.32	6,150	21 Jul.17	14 077	15 638	4,28	4,35	19	1 236	8,8
12 Ago.34	5,400	20 Jun.19	11 007	11 229	4,75	4,80	20	1 503	13,7
12 Ago.37	6,900	26 Jul.07	14 699	17 514	5,26	5,17	21	1 747	11,9
12 Ago.40	5,350	12 Mar.19	8 261	8 224	5,46	5,43	20	1 478	17,9
12 Feb.42	6,850	27 Ene.10	4 443	5 162	5,57	5,57	26	260	5,8
12 Feb.55	6,174	9 Jul.14	2 272	2 625	5,57	5,62	36	13	0,6
Total Nominal			120 043	139 010				15 136	12,6
13 Oct.24	6,840	13 Oct.04	884	1 112	-0,95	-0,73	13		
12 Feb.30	2,890	22 Ago.14	77	90	0,48	0,75	23		
31 Ene.35	7,390	31 Ene.05	911	1 442	1,22	1,29	9	24	0,0
12 Feb.40	3,140	15 Ago.14	228	283	1,72	1,70	33		
12 Ago.46	3,830	28 Nov.06	424	533	2,58	2,51	18		
12 Feb.54	3,260	1 Ago.14	383	433	2,86	2,75	22		
Total VAC			2 907	3 892				24	0,0
Total			122 950	142 902				15 160	12,3

* Desviación estándar anualizada de la variación diaria entre enero y noviembre de 2020.

** Promedio mensual entre enero y setiembre de 2020.

*** Monto promedio mensual negociado sobre saldo de noviembre 2020.

En términos de negociación, los BTP se transan en la plataforma Datatec y *over the counter*. Desde el año 2003 los montos negociados anuales han aumentado de S/ 4 119 millones en 2003 a S/ 166 784 millones a setiembre de 2020. En términos de montos promedios mensuales de negociación, 2020 representa el año con el nivel más alto tanto en Datatec y OTC, mientras que el ratio de rotación promedio entre enero y setiembre de 2020 es similar al del año 2018. Los bonos más negociados actualmente son los que tienen vencimientos entre 2026 y 2031 (entre 5 y 10 años).

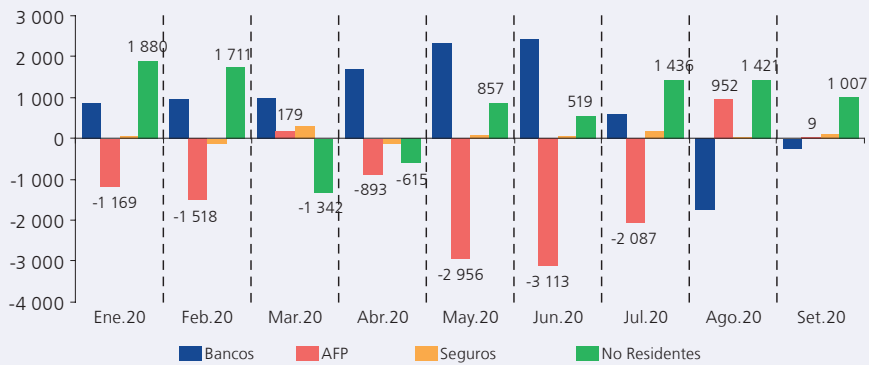
Comportamiento de los BTP durante la pandemia del COVID-19

La estructura de tenencias de BTP ha cambiado desde abril de 2020, por la incertidumbre en los mercados financieros externos asociado al COVID-19 y las medidas parlamentarias de retiro en los fondos de pensiones. Por un lado, la oferta provino de las AFP, quienes liquidaron bonos (S/ 7 194 millones) para realizar el pago de los retiros solicitados por los Decretos de Urgencia N° 034-2020 y N° 038-2020 y la Ley N° 31017, mientras que el MEF emitió S/ 2 517 millones en el mercado local de los BTP 2029, 2032 y 2034, entre los cuales el BTP 2029 es el valor más emitido en el año (S/ 1 185 millones). Durante los meses de abril, mayo, junio y julio no se realizaron nuevas colocaciones de bonos. En el caso de la demanda, los inversionistas no residentes y los bancos fueron los principales compradores de BTP (S/ 2 188 y S/ 5 144 millones, respectivamente).





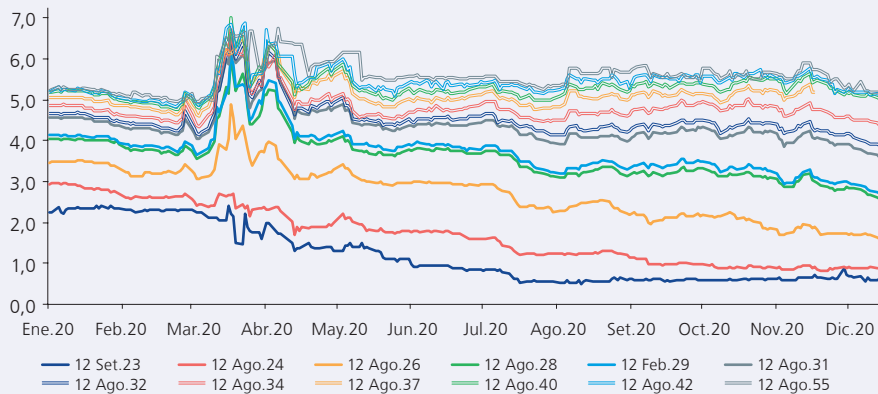
CAMBIOS EN TENENCIAS DE BONOS SOBERANOS (Millones de soles)



En términos de negociación en el mercado secundario, al inicio del aislamiento social se observó una reducción significativa tanto en el monto diario negociado como en el número de operaciones, que revirtió rápidamente a medida que se levantaron las restricciones a la actividad económica.

En el caso de las tasas de rendimiento, éstas se elevaron transitoriamente al inicio de la pandemia (marzo y abril), tanto en los bonos de corto y mediano plazo (que incluyen desde el BTP 2023 hasta el BTP 2029), como en los bonos de largo plazo (desde el BTP 2031 hasta el BTP 2055), y posteriormente, se normalizaron hacia el mes de junio. No obstante, en todos los bonos de corto y mediano plazo, las tasas de interés promedio entre marzo y noviembre se han ubicado por debajo de las tasas promedio computadas desde la fecha de colocación de estos bonos. Sin embargo, las tasas de interés promedio de los bonos de largo plazo entre marzo y noviembre han permanecido relativamente elevadas, lo que ha dado lugar al empinamiento reciente de la curva de rendimiento de los BTP que se mostró previamente. Finalmente, en la semana del 10 al 16 de noviembre, la crisis política local presionó al alza a las tasas de interés, las cuales subieron en promedio 12 puntos básicos.

TASAS DE RENDIMIENTO DE BTP (En porcentaje)



En términos de volatilidad, los bonos peruanos han presentado una alta variabilidad entre marzo y abril de 2020 por la incertidumbre en los mercados financieros ocasionada por el COVID-19. Así, de los quince bonos nominales, nueve de ellos presentaron mayor volatilidad en 2020 que en años previos (la volatilidad es entendida como la desviación estándar de la variación de precios mid). En el caso de los bonos VAC, de los seis vigentes, tres presentan el mayor cambio en sus precios. Específicamente, la mayor variación en los precios se registró en marzo 2020. Asimismo, en todos los bonos la volatilidad entre marzo y octubre ha sido más alta que la observada entre enero 2019 y febrero 2020. Similarmente, la volatilidad de los bonos VAC en marzo es la más elevada en el año. Los bonos más volátiles fueron los BTP 2055 (poco líquido), BTP 2042, BTP 2040 y BTP 2032; que como son los de mayor duración, los cambios en las tasas de interés afectan más sus precios.

VOLATILIDAD ANUAL DE BONOS NOMINALES*

	12-Set-23	12-Ago-24	12-Ago-26	12-Ago-28	12-Feb-29	12-Feb-29	12-Ago-31	12-Ago-32	12-Ago-34	12-Ago-37	12-Ago-40	12-Feb-42	12-Feb-55
2007			8,5										
2008			13,6							15,5			
2009			7,4				9,1			10,0			
2010			5,3				5,8			5,3			
2011			7,3				10,0			11,0			
2012			4,3				7,4			8,1	8,3		
2013	7,9		8,5				12,1			14,0	17,5		
2014	5,2		6,0		8,2		8,6			8,9	11,4		
2015	4,6	4,7	5,1		6,8		7,8			11,3	12,9	9,2	
2016	4,7	5,9	7,3		11,4		10,2			11,2	11,5	11,2	
2017	2,5	2,8	3,4	3,9	6,6		5,2			6,0	7,1	7,4	
2018	2,0	2,7	3,6	4,2	4,5		4,9	4,9		5,3	8,4	8,7	
2019	1,8	2,3	3,0	3,7	5,1	3,9	4,9	4,9	7,0	6,1	5,2	7,2	9,2
2020**	3,4	3,6	7,2	13,7	9,8	13,5	13,1	17,6	19,0	20,0	18,9	24,7	34,3

* Desviación estándar de la variación diaria.

** Al 17 de noviembre de 2020.

VOLATILIDAD ANUAL DE VAC*

	12-Set-23	12-Ago-24	12-Ago-26	12-Ago-28	12-Feb-29	12-Feb-29
2016	4,8	13,6	6,5	18,5	22,4	17,2
2017	7,4	8,1	8,5	8,3	23,1	28,7
2018	6,9	9,9	11,5	10,2	15,4	12,0
2019	6,0	4,9	8,9	16,6	17,3	14,8
2020**	11,9	21,7	8,4	31,3	17,7	21,5

* Desviación estándar de la variación diaria.

** Al 17 de noviembre de 2020.





Recuadro 7 EVOLUCIÓN DEL MERCADO CAMBIARIO Y FLUJOS POR TIPO DE AGENTES DURANTE EL COVID-19

El surgimiento de la pandemia del COVID-19 afectó el comportamiento de los participantes del mercado cambiario de forma heterogénea. A continuación, se evalúan los flujos cambiarios por tipo de agente de mercado y su relación con la dinámica del tipo de cambio.

Los determinantes de mediano plazo del tipo de cambio se asocian a fundamentos macroeconómicos como la balanza comercial, los flujos de capitales y las desviaciones de la paridad de tasas de interés. En el corto plazo, la dinámica del tipo de cambio al contado (*spot*) refleja el comportamiento de los principales participantes del mercado y sus expectativas frente a esos fundamentos y a los acontecimientos que afectan sus decisiones de portafolio o la gestión de sus actividades económicas.²⁰

En el siguiente gráfico se muestran los flujos cambiarios totales (*spot* y derivados) en el mercado local según los inversionistas institucionales (fondos de pensiones y no residentes) y los participantes individuales (empresas del sector minero, participantes minoristas y otras empresas). No se incluyen flujos de operaciones de arbitraje.

FLUJOS CAMBIARIOS TOTALES 2020
(Millones de US\$)



En marzo de 2020, la demanda cambiaria aumentó significativamente, impulsada por la reacción de los inversionistas no residentes a la mayor incertidumbre financiera global por la pandemia del COVID-19. Estos agentes demandaron dólares, principalmente, a través de derivados cambiarios.²¹

20 Evans y Rime (2019), por ejemplo, describen el rol de los agentes del mercado en la transmisión de sus expectativas hacia la dinámica del tipo de cambio.

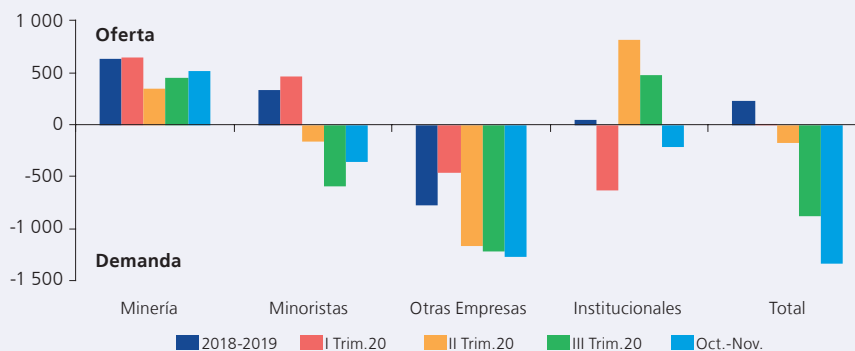
21 Puede verse una descripción del mecanismo de transmisión de las operaciones con derivados hacia el mercado cambiario spot en Cano-Alva y Humala (2017).

En el segundo trimestre, la presión de demanda fue contrarrestada por el impulso de oferta proveniente de la liquidación parcial del portafolio en dólares de las AFP (para afrontar los retiros de fondos aprobados) y por la menor incertidumbre financiera por las medidas monetarias y fiscales, implementadas a nivel global, contra los efectos de la pandemia. En este trimestre, sin embargo, se redujo la oferta de dólares en el mercado *spot* proveniente de las empresas del sector minero y de los participantes minoristas (que incluso generaron demanda neta de dólares), mientras que la demanda neta de otras empresas aumentó. La menor oferta de dólares de la minería y de los minoristas se asocia al impacto del COVID-19 en la actividad económica (menores ingresos por exportaciones mineras y por turismo).

En el tercer trimestre, continuó aumentando la demanda neta *spot* de los minoristas y de las otras empresas. Esto fue parcialmente compensado por la mayor oferta cambiaria de las AFP en el mercado de derivados en previsión de mayores retiros. Así, se pasó de una oferta *spot* neta de US\$ 224 millones en el periodo 2018-2019 a una demanda *spot* neta de US\$ 879 millones (en promedios mensuales) en este tercer trimestre.

En el cuarto trimestre (hasta noviembre), la oferta minera mostró niveles similares a los anteriores a la pandemia, mientras que la demanda neta de minoristas se ha reducido paulatinamente. Por otra parte, en la primera quincena de noviembre, la demanda de los inversionistas no residentes aumentó (en *spot* y en derivados) asociado a los eventos políticos. Sin embargo, en la segunda quincena del mes, se revirtió este efecto con una fuerte oferta neta en derivados de estos agentes.

FLUJOS CAMBIARIOS SPOT 2020 (Promedio Mensual en Millones de US\$)



La mayor demanda cambiaria de los inversionistas no residentes en marzo generó presiones de depreciación de nuestra moneda, que fueron contrarrestadas con la intervención cambiaria del Banco Central (US\$ 1 730 millones en el primer trimestre), principalmente a través del uso de derivados (*swaps* cambiarios de venta). En el segundo trimestre, ante menores presiones de depreciación, la intervención neta fue equivalente a una demanda de US\$ 225 millones, dada principalmente a través del vencimiento de instrumentos cambiarios. En el tercer trimestre la presión de depreciación fue menos intensa que en el primero, pero más regular, con lo que la

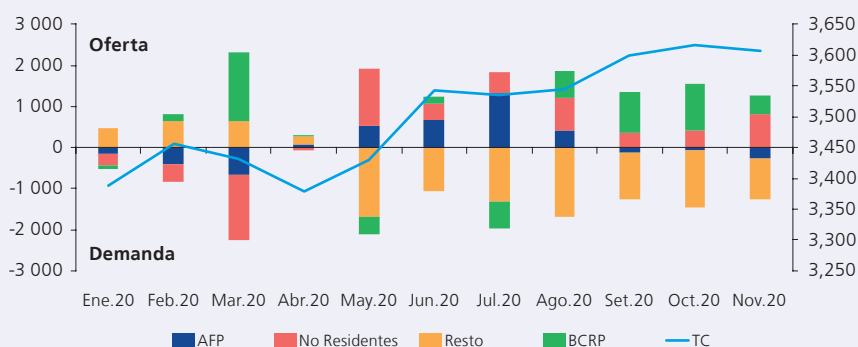




intervención cambiaria fue equivalente a una oferta de US\$ 993 millones. Durante el cuarto trimestre, la intervención cambiaria correspondió a una oferta de US\$ 1 591 millones.

FLUJOS CAMBIARIOS, INTERVENCIÓN NETA Y TIPO DE CAMBIO 2020

(Millones de US\$)



Fondos privados de pensiones

Los fondos de pensiones suelen representar demanda neta *spot*, debido a la dolarización parcial de sus portafolios de inversión (por inversiones en el exterior). Dado que sus obligaciones por pensiones son en soles y que el retorno de sus inversiones en dólares se ve afectado por la depreciación de esa moneda (apreciación del sol), las AFP toman cobertura con posiciones *forward* venta (oferta cambiaria en derivados).

Así, ante la liquidación de sus posiciones en dólares para afrontar los retiros de fondos, las AFP pasaron de ser demandantes netos en el mercado cambiario *spot* en el primer trimestre a ser ofertantes netos entre abril y julio. A partir de agosto, concluido parcialmente el proceso de retiros, las AFP reanudaron su demanda de dólares, pero a niveles inferiores a los de inicio de año.

Asimismo, las AFP aumentaron su ratio de cobertura del portafolio en dólares de alrededor de 30 por ciento en febrero a 45 por ciento en octubre, incrementando su oferta cambiaria por sus posiciones en derivados. El riesgo de mayores retiros de fondos por regulación, habría motivado a las AFP a tomar esta cobertura para tomar ventaja del tipo de cambio alto para eventuales ventas futuras.

Inversionistas no residentes

Los inversionistas no residentes no son un grupo homogéneo en cuanto a sus estrategias de inversión o sus horizontes de planeamiento, pero tienen en común que buscan posiciones en soles en sus portafolios de inversión.²² Por ello, ofertan dólares en el mercado cambiario *spot*

22 Estos inversionistas siguen la referencia de índices globales como los del JP Morgan: EMBIG (Emerging Market Bond Index Global) en moneda extranjera y el GBI-EM (Global Bond Index – Emerging Market) en monedas locales (Arslanalp, 2020).

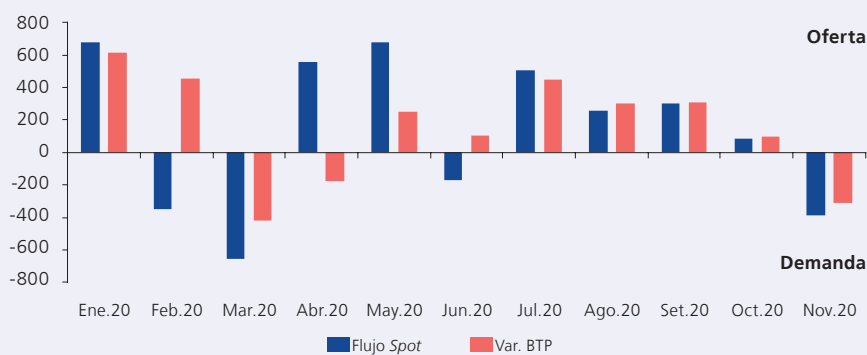
para conseguir soles con los que adquirir, por ejemplo, Bonos del Tesoro Peruano (BTP). Los atrae el diferencial de tasas de interés entre bonos soberanos y las expectativas de apreciación de nuestra moneda (que agrega rentabilidad a sus portafolios).

La volatilidad cambiaria y las expectativas de depreciación del sol los expone, sin embargo, a un riesgo cambiario que puede revertir parcial o totalmente su retorno esperado. Así, según sus expectativas, pueden tomar cobertura de sus tenencias de BTP (valorizadas en dólares) con posiciones *forward* compra. Eventualmente, si la presión de depreciación es intensa, estos inversionistas pueden tomar posiciones de compra *forward* directamente para especular (sin tener posiciones previas en BTP).

Los inversionistas no residentes iniciaron el año con flujos de oferta *spot* y demanda en derivados. En marzo, con la mayor incertidumbre financiera global y el inicio del confinamiento obligatorio en nuestro país, estos inversionistas redujeron sus tenencias de BTP y demandaron dólares *spot* y con derivados. Su ratio de cobertura pasó de 60 por ciento en enero a más de 80 por ciento a mediados de marzo.

En los meses siguientes, reanudaron su oferta *spot* para recuperar progresivamente sus tenencias de BTP. Además, fueron revirtiendo paulatinamente su ratio de cobertura (alrededor de 70 por ciento a octubre), por lo que mantuvieron oferta *forward* neta durante el segundo y tercer trimestre. La incertidumbre política en noviembre, sin embargo, generó una reducción de sus posiciones en BTP.

OFERTA SPOT NO RESIDENTES Y VARIACIÓN DE SUS TENENCIAS DE BTP 2020
(Millones de US\$)

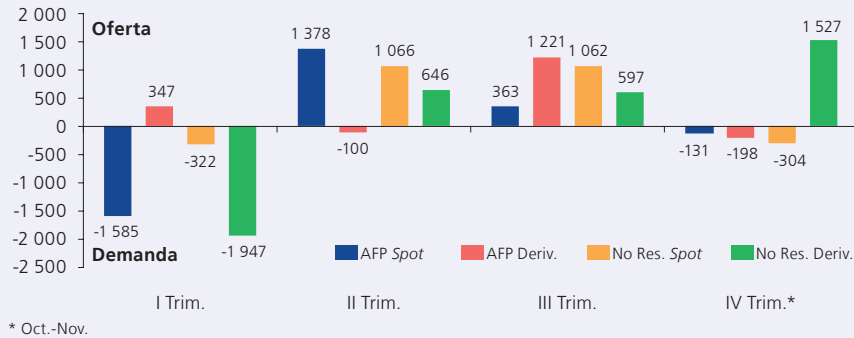


Los flujos cambiarios conjuntos de los inversionistas institucionales (AFP y No Residentes) fueron de una demanda neta en el primer trimestre (en *spot* y derivados), pero de oferta neta el resto del año. La oferta *spot* prevaleció en el segundo trimestre; mientras que en el tercer trimestre fue mayor la oferta en derivados. Entre octubre y noviembre la oferta en derivados fue contrarrestada parcialmente por demanda al contado.





FLUJOS CAMBIARIOS DE AFP E INVERSIONISTAS NO RESIDENTES 2020 (Millones de US\$)

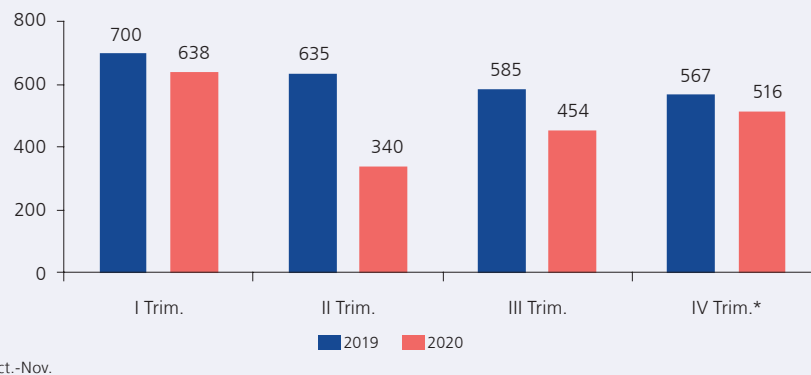


Empresas mineras

Este segmento exportador es ofertante regular de dólares en el mercado cambiario spot. En el segundo trimestre, sin embargo, las ventas de dólares al contado se redujeron sustancialmente por la paralización de las actividades mineras²³. Con la reapertura parcial de la economía las ventas de dólares aumentaron en el tercer trimestre, pero se encuentran aún en niveles inferiores a los observados en años previos.

Esta evolución de la oferta minera de dólares es consistente con la evolución de sus ingresos por exportación. Estos ingresos se redujeron de US\$ 2,1 miles de millones en promedio mensual en el primer trimestre a US\$ 1,4 miles de millones en el segundo trimestre, pero se habrían recuperado (a alrededor de US\$ 2,2 miles de millones) en el tercer trimestre, a los niveles previos a la pandemia.

FLUJOS CAMBIARIOS DE EMPRESAS MINERAS 2020 (Promedio Mensual en Millones de US\$)



23 Cabe mencionar que, la venta de dólares de las empresas mineras es estacionalmente mayor durante el primer trimestre debido al efecto de la regularización de impuestos en ese periodo.

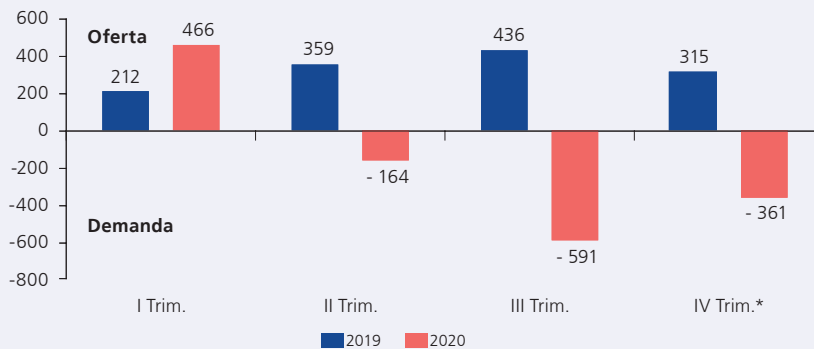
Participantes minoristas

En este grupo se incluyen empresas de diversos tamaños y personas naturales que realizan operaciones de compra o venta de dólares con la banca en montos inferiores a los US\$ 500 mil dólares. Por tanto, es un grupo heterogéneo con actividades económicas y expectativas cambiarias diversas. En los últimos años han sido ofertantes netos de dólares en el mercado cambiario *spot*. Sin embargo, a raíz de las restricciones asociadas a la pandemia actual, desde mayo que este segmento constituye demanda neta de dólares.

Esta mayor demanda neta corresponde, en parte, a la reducción de fuentes usuales de oferta en este grupo. En particular, dadas las restricciones de movilización, el turismo externo se redujo sustancialmente y, por tanto, se redujo la oferta granular de dólares. Así, las ventas de dólares mensuales promedio asociadas al turismo y por remesas del exterior se habrían reducido en el segundo trimestre y recuperado parcialmente en el tercer trimestre.

FLUJOS CAMBIARIOS DE PARTICIPANTES MINORISTAS 2020

(Promedio Mensual en Millones de US\$)



* Oct.-Nov.

Otros participantes

Este segmento puede generar oferta o demanda de dólares, pero el flujo neto suele ser de demanda, en parte por la dolarización parcial del balance o por el financiamiento en dólares de las operaciones a mediano plazo (préstamos o emisión de bonos) de las empresas. Parte del riesgo cambiario generado es cubierto con flujos al contado o con posiciones en derivados (aunque son relativamente pocas las empresas que los utilizan). Luego de la depreciación del periodo 2013-2015, que generó pérdidas cambiarias en muchas de estas empresas, un porcentaje significativo de ellas redujo su exposición a través de mayores compras de dólares o de la reducción de sus pasivos en esa moneda.²⁴

En el primer trimestre de 2020 la demanda promedio mensual fue de US\$ 460 millones, inferior a años previos. Sin embargo, en el segundo trimestre esta demanda de dólares subió considerablemente. La mayor demanda *spot* se asocia al impacto económico de la

24 La depreciación de casi 30 por ciento en ese periodo afectó las ganancias corporativas (Humala, 2019).

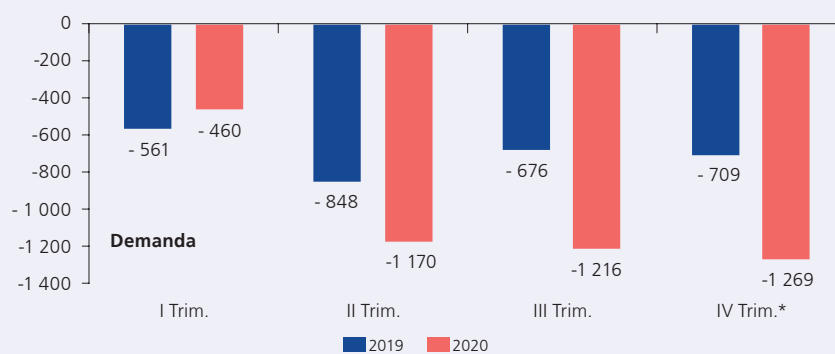




pandemia actual. La contracción de la actividad productiva redujo la generación de ingresos, en particular, de dólares (por ejemplo, menores cuentas por cobrar) mientras que, en algunas industrias, las cuentas por pagar se habrían reducido en menor proporción, generando así una demanda neta de dólares.

FLUJOS CAMBIARIOS DE OTROS PARTICIPANTES 2020

(Promedio Mensual en Millones de US\$)



* Oct.-Nov.

Expectativas cambiarias

Con una reversión progresiva del impacto económico de la pandemia actual, eventualmente, los inversionistas institucionales retomarían sus flujos cambiarios usuales de demanda *spot* y oferta con derivados de los fondos de pensiones, y oferta *spot* y demanda con derivados de los inversionistas no residentes. La reanudación de las actividades mineras regulares y los favorables términos de intercambio, permitirían retomar los niveles usuales de oferta cambiaria de este segmento. Sin embargo, la reversión de las presiones cambiarias dependerá de cuánto de la mayor demanda de los corporativos y minoristas se mantiene luego de superada la crisis.

Referencias

- Arslanalp, Serkan et al. (2020). *Benchmark-Driven Investments in Emerging Market Bond Markets: Taking Stock*. Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo WP/20/192, setiembre.
- Cano-Alva, Alberto y Alberto Humala (2017). Operaciones *forward* de monedas y presiones cambiarias. Banco Central de Reserva del Perú, Revista Moneda 171, setiembre.
- Evans, Martin D. D. and Dagfinn Rime (2019). *Microstructure of Foreign Exchange Markets*. Febrero. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3345289>
- Humala, Alberto (2019). Sensibilidad de ganancias corporativas a volatilidad y descalce cambiario: Evidencia de Perú (2019). Banco Central de Reserva del Perú. Documento de Trabajo. DT No. 2019-021, diciembre.

VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

103. La **inflación** interanual aumentó de 1,69 por ciento en agosto a 2,14 por ciento en noviembre, impulsada por el incremento en el tipo de cambio, mayores costos por las medidas control sanitario y, en algunos rubros de alimentos, factores asociados a la pandemia de COVID-19 y otros adicionales de oferta. En respuesta a ello, las expectativas de inflación a 12 meses se elevaron de 1,57 por ciento a 1,68 por ciento en el mismo periodo de tiempo. Por el contrario, la tasa de inflación subyacente disminuyó ligeramente, de 1,79 a 1,75 por ciento en el mismo periodo, manteniéndose en el tramo inferior del rango meta. Este resultado es consistente con los diferentes indicadores tendenciales de inflación que se ubican también en el tramo inferior del rango meta, a excepción del percentil 63 que se ubica debajo del límite inferior.

Gráfico 98
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)

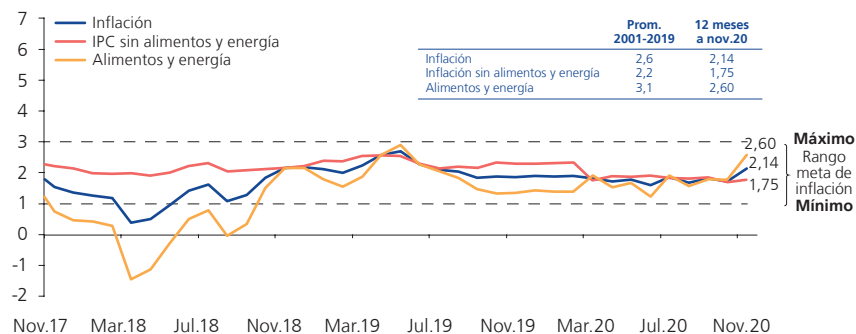
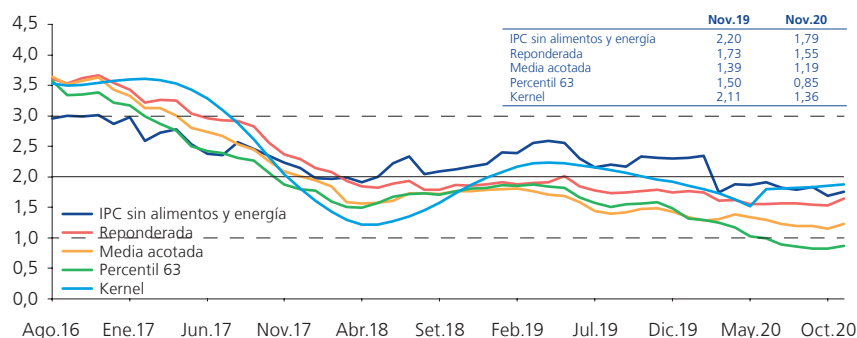




Gráfico 99
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota:

- 1. IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- 2. Reponderada:** Reduce el peso de los rubros con mayor volatilidad, dividiendo las ponderaciones originales de cada rubro entre la desviación estándar de sus variaciones porcentuales mensuales.
- 3. Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- 4. Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.
- 5. Kernel:** Consiste en calcular la tendencia a partir de un promedio móvil ponderado de la inflación corriente, pasada y proyectada, donde las ponderaciones se calculan a partir de una función parabólica invertida denominada kernel. Se obtienen ponderaciones para 6 periodos de la inflación pasada y 6 periodos de la inflación proyectada.

104. Las variaciones del índice general de precios entre los meses de enero y noviembre respondieron a las medidas tomadas ante el brote del coronavirus. La inmovilización social y la menor actividad productiva, tras la paralización de operaciones en marzo, causaron una disminución de los ingresos y una menor presión de la demanda sobre los precios. En consecuencia, la inflación disminuyó gradualmente hasta alcanzar una tasa mensual negativa en junio de -0,27 por ciento. Luego, el IPC de julio registró un alza mensual de 0,46 por ciento, debido a la recuperación de los rubros cuya oferta se contrajo en el mes previo por efecto de bajos precios. En los meses siguientes, la variación de los precios respondió principalmente al reajuste de las tarifas eléctricas y el encarecimiento de algunos alimentos, cuya oferta estuvo por debajo de los niveles del año anterior.
105. De esta forma, en el periodo comprendido entre enero y noviembre de 2020, el nivel general de precios aumentó 1,92 por ciento respecto a similar periodo del año previo. El IPC sin alimentos y energía creció 1,41 por ciento en el mismo periodo, mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa mayor, de 2,53 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 2,71 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 1,35 por ciento.

Cuadro 49
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2019	2020	
			Ene. - Nov.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,92	2,14
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,30	1,41	1,75
a. Bienes	21,7	1,39	1,45	1,48
b. Servicios	34,8	2,86	1,39	1,92
2. Alimentos y energía	43,6	1,43	2,53	2,60
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,00	2,71	2,81
b. Combustibles y electricidad	5,7	4,32	1,35	1,24
Combustibles	2,8	-0,39	-5,65	-6,21
Electricidad	2,9	8,04	6,45	6,73

106. Los servicios con mayor incremento de precios en los últimos doce meses fueron los de educación (2,0 por ciento), aunque registraron una tasa inferior a la del promedio anual de los últimos diecinueve años (4,1 por ciento). El resto de servicios como salud, comidas fuera del hogar y otros servicios personales, que incluye los servicios de empleados del hogar y de limpieza, entre otros, también presentaron tasas menores que las registradas en el periodo 2001-2019.

Cuadro 50
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales anuales)

	Peso	2019	Nov.20	2001-19
				Prom. Anual
IPC	100,0	1,90	2,14	2,59
Educación	9,1	5,22	1,98	4,14
Salud	1,1	1,47	0,90	2,83
Comidas fuera del hogar	11,7	1,69	0,84	3,53
Otros servicios personales	3,3	1,35	0,98	1,52
De los cuales				
Empleados del hogar	2,1	0,81	0,45	0,70
Servicio de limpieza	0,2	1,45	-0,02	1,69
Reparaciones diversas	0,1	0,52	-0,44	2,27
Reparación de radio y televisión	0,0	0,00	0,88	2,09

107. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-noviembre fueron carne de pollo, electricidad y matrícula y pensión de enseñanza, mientras que los rubros con mayor contribución negativa fueron papa, gasolina, y transporte nacional.





Cuadro 51
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-NOVIEMBRE 2020

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Carne de pollo	3,0	13,7	0,34	Papa	0,9	-18,2	-0,20
Electricidad	2,9	6,4	0,23	Gasolina y lubricantes	1,3	-12,4	-0,15
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	2,0	0,21	Transporte nacional	0,3	-14,8	-0,05
Pasaje urbano	8,5	1,8	0,15	Olluco y similares	0,1	-23,5	-0,03
Carne de res	1,2	9,2	0,12	Palta	0,1	-12,1	-0,03
Productos medicinales	2,1	5,4	0,11	Pasaje de avión	0,4	-7,5	-0,03
Entradas a espectáculos	1,7	6,9	0,11	Tomate	0,2	-11,4	-0,03
Comidas fuera del hogar	11,7	0,8	0,10	Mandarina	0,2	-10,7	-0,02
Azúcar	0,5	15,6	0,08	Legumbres frescas	0,2	-9,3	-0,02
Plátano	0,3	15,3	0,06	Servicio de internet y otros	0,8	-1,9	-0,01
Total			1,51	Total			-0,57

Alimentos

La carne de pollo fue uno de los alimentos con mayor contribución positiva a la inflación. El precio de este producto aumentó 13,7 por ciento entre enero y noviembre, acumulando un incremento interanual de 15,9 por ciento en noviembre. El alza de 29 por ciento registrada en el mes de julio contrarrestó en gran medida la rebaja del precio en los meses previos, motivada por la disminución de las ventas durante la cuarentena. Si bien la posterior reapertura de los restaurantes en julio reactivó en parte la demanda, la oferta de la industria avícola continuó afectada en los meses siguientes por las menores ventas durante la cuarentena, y se ha mantenido por debajo del requerimiento de la demanda.

El precio de la carne de res aumentó 9,2 por ciento en promedio entre enero y noviembre, por problemas en el abastecimiento originados durante el estado de emergencia, y culminó en noviembre con un incremento interanual de 9,8 por ciento. La cuarentena dificultó y encareció el traslado a Lima del ganado de la sierra. A ello se sumó las heladas en las zonas alto andinas que aumentaron la mortandad del ganado. En los siguientes meses el rubro continuó afectado por el alza del tipo de cambio, que encareció los insumos importados para el engorde del ganado nacional.

El azúcar se encareció 15,6 por ciento en el periodo comprendido entre enero y noviembre, cerrando en noviembre con un incremento interanual de 15,1 por ciento. El precio de este producto aumentó 33 por ciento en los primeros cuatro meses del año por las paralizaciones por mantenimiento de las azucareras y los mayores precios de azúcar importada. Con la declaración del estado de emergencia sanitaria y las medidas de aislamiento social se registró además un incremento de la demanda por alimentos que se podían almacenar, como el azúcar. Dichas medidas afectaron también la oferta de algunos ingenios

azucareros por la menor provisión de insumos para el proceso de producción, ante las dificultades de comercialización y tránsito. Las variaciones negativas registradas en los últimos meses respondieron a cierta corrección luego del alza en los meses de la cuarentena. Ello en el contexto de un mayor abastecimiento a Lima procedente de las grandes empresas azucareras.

Entre los alimentos con mayor contribución negativa a la inflación destacó la papa. En la mayor parte del periodo se registraron rebajas de los precios, por la menor demanda, afectada además por el cierre temporal de restaurantes. Asimismo se registró un menor abastecimiento por la dificultad del campesino de colocar sus productos ante la ausencia de transportistas, lo que generó una caída de los precios en chacra. En los meses de setiembre y octubre el precio aumentó por la menor oferta de algunas variedades, afectadas por la disminución de las lluvias en la sierra central.

Servicios públicos

Las tarifas eléctricas registraron sucesivos incrementos desde junio, según los reajustes autorizados por el organismo regulador Osinergmin. Estas han aumentado 6,4 por ciento en el periodo de enero a noviembre y 6,7 por ciento en los últimos doce meses.

A partir de junio se procedió a la actualización del precio de generación, considerando la liquidación trimestral que realiza el ente regulador para compensar las diferencias de los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras. En dicho mes también se reajustaron una serie de parámetros incluidos en el componente de distribución, como el Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE). En los siguientes meses, los aumentos respondieron a incrementos en el componente de transmisión por el cobro del peaje de algunas líneas, y por la actualización de cargos destinados a asegurar la continuidad del servicio eléctrico. Asimismo, los reajustes reflejaron las alzas en el tipo de cambio y el índice de precios al por mayor.

Servicios

El alza de 2,0 por ciento en el rubro de matrícula y pensión de enseñanza reflejó el aumento que se dio al inicio del año lectivo, y que fue en parte contrarrestado por las rebajas de las pensiones en algunos colegios, a partir de la medida de inmovilización social. Ello por el menor costo de las clases a distancia por internet con respecto al de las clases presenciales.

Combustibles

Los precios ex planta de las refinerías locales disminuyeron, aunque con rezagos, en respuesta a la disminución del precio del petróleo en el mercado internacional. Asimismo, las variaciones estuvieron en relación a la disminución de los precios





internacionales de la gasolina en la Costa del Golfo de los Estados Unidos, acorde al precio de paridad de importación.

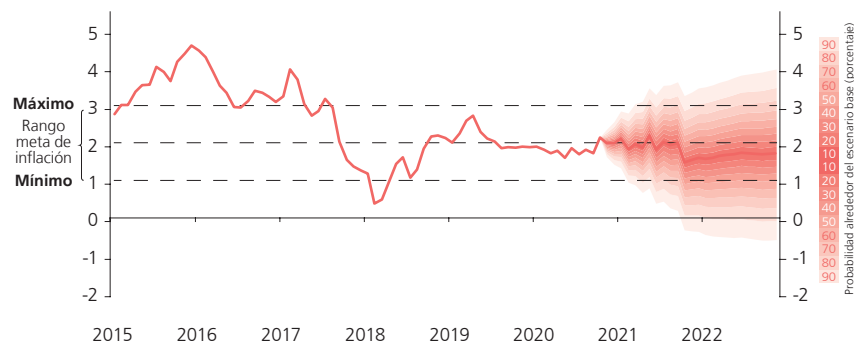
Transporte nacional

Se registraron disminuciones en el pasaje interprovincial en ómnibus, como una medida para incentivar la demanda y recuperar ingresos. El sector de transporte terrestre fue afectado por la inmovilización social y la suspensión de viajes decretada en la lucha contra la pandemia. A pesar de la aplicación de protocolos sanitarios para los viajes en los buses y en los terminales terrestres, la demanda continúa en niveles bajos.

Proyecciones

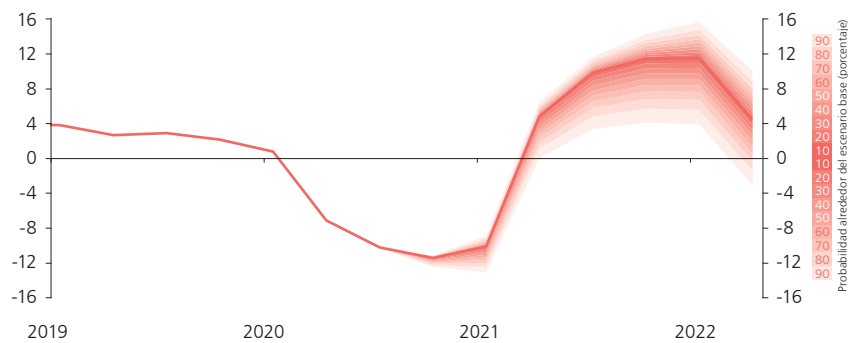
- 108. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada, en respuesta a la proyección de inflación y a sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio) y las presiones inflacionarias tanto de demanda como de oferta.
- 109. A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la gradual normalización de las actividades económicas, se espera que a lo largo del horizonte de proyección la inflación interanual se ubique en el tramo inferior del rango meta. Esta proyección se determina en base a la convergencia de las expectativas de inflación al valor medio del rango meta, en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente conforme la economía agregada recupere su nivel previo a la pandemia. Entre los determinantes que mantendrían la inflación por debajo del valor central del rango meta se encuentran una brecha del producto aún negativa y la reversión parcial de los factores que contrajeron la oferta en el periodo de cuarentena.

Gráfico 100
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2020-2022
(Variación porcentual últimos doce meses)



110. Se prevé una recuperación de la actividad en 2021 y 2022, sustentada en la normalización de la producción local, la mejora gradual de la economía de nuestros principales socios comerciales y de los términos de intercambio, una posición altamente expansiva de la política monetaria, así como también del fortalecimiento de la confianza empresarial. Con ello, se espera una recuperación sostenida del nivel de actividad económica.

Gráfico 101
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2020-2022
(Variación porcentual últimos doce meses)



111. Las expectativas de inflación, calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 1,5 y 2,0 por ciento para 2021, y de 2,0 por ciento para 2022; lo que señala que las expectativas se mantienen alrededor del valor central del rango meta. Cabe señalar que las expectativas de inflación a doce meses en noviembre de 2020 se ubican en 1,68 por ciento.

Gráfico 102
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)





Cuadro 52
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)

	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Set.20	RI Dic.20*
Sistema Financiero				
2020	2,20	1,00	0,90	1,50
2021	2,30	1,80	1,55	1,50
2022	--	--	--	2,00
Analistas Económicos				
2020	2,20	1,50	1,40	1,50
2021	2,50	2,00	2,00	1,90
2022	--	--	--	2,00
Empresas No Financieras				
2020	2,40	2,00	2,00	1,90
2021	2,50	2,20	2,00	2,00
2022	--	--	--	2,00

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

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 3,8 por ciento y 0,9 por ciento en 2021 y 2022, respectivamente. Dichos incrementos se explicarían principalmente por los mayores precios de los alimentos y del petróleo. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de noviembre muestran niveles entre S/ 3,43 y S/ 3,54 para 2021, y entre S/ 3,40 y S/ 3,50 para 2022.

Cuadro 53
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En porcentajes)

	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Set.20	RI Dic.20*
Sistema Financiero				
2020	3,37	3,40	3,47	3,55
2021	3,35	3,37	3,40	3,43
2022	--	--	--	3,40
Analistas Económicos				
2020	3,38	3,40	3,50	3,56
2021	3,37	3,40	3,50	3,54
2022	--	--	--	3,50
Empresas No Financieras				
2020	3,40	3,40	3,50	3,55
2021	3,40	3,40	3,46	3,50
2022	--	--	--	3,50

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

Los efectos mencionados anteriormente contribuirían a que la inflación se mantenga alrededor del centro del rango meta, a pesar de que se espera que la brecha del producto registre valores negativos en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

113. El balance de riesgos en la proyección de inflación de este Reporte presenta un sesgo a la baja menor al Reporte previo, debido a que se consideran menos probables los choques que se describen a continuación.

- **Choques de demanda interna**

Se considera una recuperación de los principales sectores económicos en el horizonte de proyección, en un contexto de estabilidad política, financiera y social; que favorecería la inversión privada y la generación de empleo. Sin embargo, la contingencia de un rebrote significativo en la curva de contagios o una demora en la distribución de las vacunas contra el COVID-19 puede atenuar la recuperación de la demanda interna. Otra contingencia que podría afectar la mencionada recuperación son situaciones de inestabilidad política y social, o retrasos en la ejecución del gasto público, lo que podría retraer el gasto privado tanto en consumo como en inversión. Todo lo anterior implicaría una brecha del producto más negativa.

- **Choques de demanda externa**

La posibilidad de rebrotes de la pandemia en el mundo, genera el riesgo de una contracción en la demanda mundial por nuestros productos de exportación y, adicionalmente, la disminución de los precios de nuestros principales bienes de exportación como los minerales. Por otro lado, el menor crecimiento mundial, y en particular el menor desempeño de las economías emergentes, podría motivar una mayor demanda por activos seguros, incrementando los *spreads* de deuda para estas economías (condiciones financieras más restrictivas) y favoreciendo la apreciación del dólar americano en perjuicio de las monedas de países emergentes como el sol peruano. La depreciación de la moneda local tendría el efecto de incrementar la inflación, compensando parcialmente los efectos de una menor demanda agregada producidos por la menor demanda externa y el mayor costo de financiamiento del exterior.

- **Choques financieros externos**

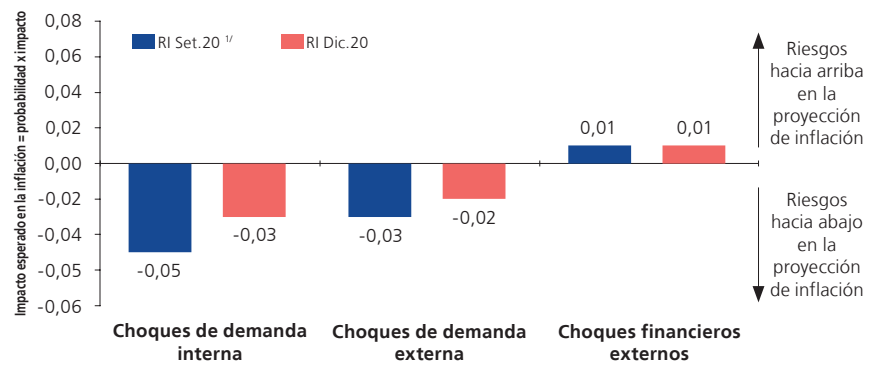
Un aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales generaría una mayor búsqueda por activos seguros: (i) fortaleciendo las monedas de países desarrollados y debilitando las monedas emergentes





(tales como el sol peruano), y (ii) elevando los *spreads* de deuda para países emergentes (condiciones financieras más restrictivas). El fortalecimiento de las monedas más estables, tales como el dólar, presionaría también al alza la inflación por un efecto de una mayor inflación importada.

Gráfico 103
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN



1/ Corresponde al Balance de Riesgos 2020 - 2021.

ERUANA DE ORO

AL PORTADOR

Nº

020431

SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

DE 1922.

ERUANA DE ORO

CONDICIONES DE LA LEY Nº 4500 -

DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signature]



ERUANA DE ORO

SERIE
CI

PAGAR

Nº

020431

DIRECTOR

PRESIDENTE

[Handwritten signature]

