



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Diciembre 2018*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2018-2020**

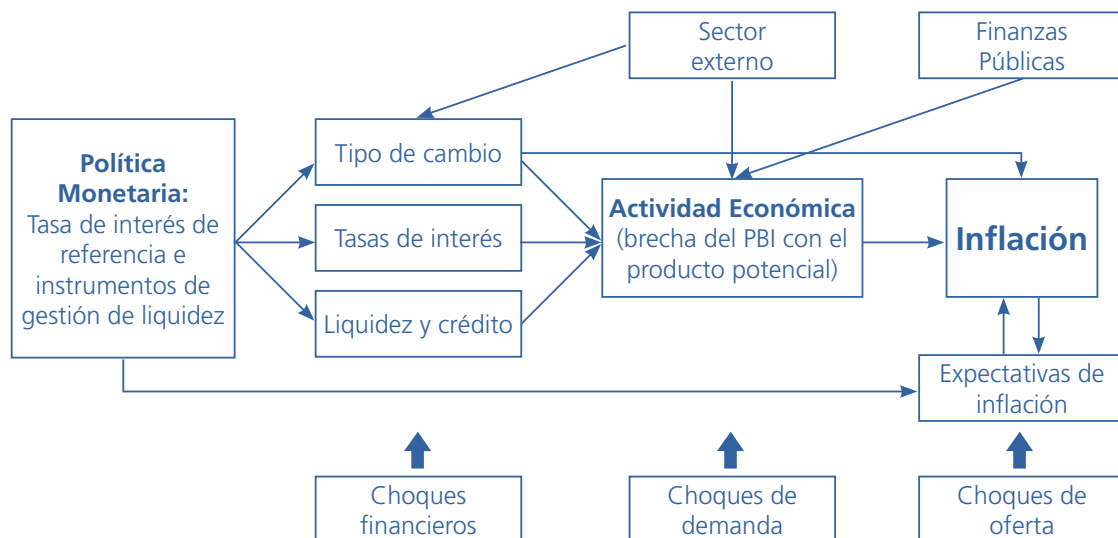


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2020

*Diciembre 2018*



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

**REPORTE DE INFLACIÓN**

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2020

Diciembre 2018

### CONTENIDO

	Pág.
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Sector externo.....	11
- Economía mundial .....	12
- Balanza de pagos.....	20
II. Política monetaria y mercados financieros.....	33
- Acciones de política monetaria.....	34
- Mercados financieros internacionales .....	48
III. Finanzas públicas.....	69
- Evolución reciente de las cuentas fiscales .....	70
- Proyecciones .....	72
IV. Actividad económica .....	85
- Evolución reciente y expectativas de actividad .....	86
- Proyecciones .....	93
V. Inflación .....	103
- Evolución reciente y expectativas de inflación .....	104
- Proyecciones .....	107
VI. Balance de riesgos.....	113

### RECUADROS

1. Efectos de las tasas de interés internacionales en el crédito interno .....	57
2. Efecto de las medidas de desdolarización del BCRP en el crédito del sistema financiero .....	60
3. El ciclo financiero en el Perú .....	63
4. La política monetaria del BCRP y la tasa de interés de la Fed .....	66
5. Operación de administración de deuda del gobierno peruano en el mercado internacional .....	81
6. Evolución de la composición del gasto no financiero del gobierno general.....	83
7. Encuesta de opinión sobre proyectos mineros.....	101
8. Tendencia de las tarifas eléctricas residenciales .....	110

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2018 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno y a noviembre de 2018 de cuentas monetarias, de operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.



## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1 por ciento y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de retornar y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- 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 13 de diciembre de 2018.





## Resumen

- i. En los siguientes dos años, la **actividad económica mundial** registraría una moderación en el crecimiento, desde 3,8 por ciento en 2018 a 3,6 por ciento en 2019 y 2020, producto de condiciones financieras internacionales más ajustadas. Esta moderación del crecimiento se ha venido observando desde mediados de este año, aunque de manera no homogénea entre las distintas economías, y se ha acentuado con el incremento de las tensiones comerciales, dados sus efectos en el comercio mundial, la confianza de los agentes y la volatilidad de los mercados financieros y de *commodities*.
- ii. Los **términos de intercambio** se mantendrían relativamente estables este año, con tasas de crecimiento alrededor de 6 por ciento para los precios de las exportaciones e importaciones. Para los siguientes dos años, se espera que los **términos de intercambio** registren ligeras contracciones (menores a 1 por ciento). Para 2019, se espera una reducción de los precios de exportación por el impacto de las tensiones comerciales y por el menor crecimiento global, efecto que se compensaría parcialmente por la caída prevista en el precio del petróleo, debido a un crecimiento de la oferta por encima de lo esperado.
- iii. El **déficit en la cuenta corriente** de la balanza de pagos, que se ubicó en un nivel extraordinariamente bajo en 2017 (1,1 por ciento del PBI) por aumento de los términos de intercambio y bajo crecimiento de la demanda interna, se elevará a 1,9 por ciento del PBI en 2018, nivel menor al promedio desde 2006 (2,1 por ciento del PBI).

En el horizonte de proyección, la corrección a la baja de los precios de exportación de los metales implicará un menor superávit de la balanza comercial y un mayor déficit de la cuenta corriente, con respecto al proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre. La proyección del déficit de cuenta corriente de 1,6 y 1,7 por ciento del PBI para 2019 y 2020 se ubica en niveles sostenibles e históricamente bajos. Los **flujos de capitales externos de largo plazo para el sector privado** seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos, superando ampliamente los requerimientos de la cuenta corriente.

- iv. El Directorio del BCRP ha mantenido **la tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento desde marzo, lo que es compatible con una política monetaria expansiva (tasa real de 0,3 por ciento), en un contexto de inflación de alrededor de 2,0 por ciento y de una brecha del producto negativa.







- v. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 8,1 por ciento interanual en noviembre. Esta evolución se reflejó tanto en el segmento empresarial como en el de personas. Para el horizonte de proyección, el coeficiente del crédito al sector privado respecto al PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 44 por ciento en 2020. Esta evolución toma en cuenta, condiciones monetarias flexibles y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna.
- vi. El escenario fiscal supone un impulso fiscal ponderado expansivo para 2018 y contractivo para los siguientes años, en línea con la consolidación fiscal. El **déficit fiscal** en términos anuales descendió a 2,3 por ciento del PBI en noviembre de 2018, desde 3,1 por ciento del PBI en 2017. El incremento en los ingresos corrientes del gobierno general impulsaron la mejora en el resultado fiscal.

Con esta evolución se ha revisado a la baja la proyección del déficit fiscal de 2018 en 0,1 puntos porcentuales del PBI, a 2,7 por ciento, debido principalmente a los mayores ingresos tributarios. Esta proyección considera la ejecución de obras de la Línea 2 del Metro de Lima, de los Juegos Panamericanos y del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios. Se mantiene un déficit fiscal de 2,6 por ciento del PBI para 2019 y se espera uno de 2,1 por ciento para 2020, como parte del proceso de consolidación fiscal.

- vii. Luego de un alto crecimiento de la **actividad económica** en el primer semestre de 2018 (4,4 por ciento), la economía registró una desaceleración transitoria en el tercer trimestre (2,3 por ciento), por moderación de la inversión, en un entorno de caída de precios de los *commodities*, por menor producción minera e hidrocarburos asociada a factores de oferta, y por la incertidumbre interna. Los indicadores económicos muestran una clara recuperación en el cuarto trimestre, con lo que se registrará un crecimiento anual de 4,0 por ciento en 2018 y una brecha del producto negativa alrededor de medio punto porcentual.

La brecha del producto se cerraría totalmente en el horizonte de proyección. Para 2019 se espera una leve moderación de la demanda interna, producto del menor gasto público tras el inicio de la consolidación fiscal y el cambio de las autoridades subnacionales, que será compensado en parte por la normalización de la producción minera y por el mayor gasto privado. Hacia 2020, la demanda interna registraría un mayor crecimiento en línea con el avance del gasto privado en los megaproyectos mineros y las obras de infraestructura.

- viii. La **inflación** interanual pasó de 1,1 por ciento en agosto a 2,2 por ciento en noviembre, ubicándose alrededor del punto medio del rango meta. Con esta evolución culmina la reversión de los choques de oferta del año previo, al pasar el incremento de precios de alimentos y energía de 0 a 2,2 por ciento, mientras que la inflación sin alimentos y energía se mantuvo alrededor de 2 por ciento. Las expectativas de inflación, desde marzo de 2017 se vienen manteniendo dentro del rango meta, ubicándose en 2,5

por ciento en noviembre. Se estima que las expectativas de inflación disminuirán gradualmente hacia 2 por ciento en el horizonte de proyección.

- ix. El balance de los **factores de riesgo** considerado en este Reporte –choques de demanda externos (menor crecimiento de la actividad mundial por intensificación de las tensiones comerciales), mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, y choques de demanda interna– se traduce en un ligero sesgo positivo en la proyección de inflación.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2016	2017	2018 <sup>1/</sup>		2019 <sup>1/</sup>		2020 <sup>1/</sup>
			RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	
<b>Var. % real</b>							
1. Producto bruto interno	4,0	2,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
2. Demanda interna	1,1	1,4	4,4	4,4	4,0	3,9	4,0
a. Consumo privado	3,3	2,5	3,8	3,7	3,6	3,7	3,9
b. Consumo público	-0,3	-0,2	3,4	1,8	3,2	2,9	1,8
c. Inversión privada fija	-5,4	0,2	5,5	4,7	6,5	6,5	6,0
d. Inversión pública	-0,2	-2,3	9,9	9,9	2,8	2,8	3,4
3. Exportaciones de bienes y servicios	9,4	7,8	3,5	2,1	4,6	4,7	4,8
4. Importaciones de bienes y servicios	-2,2	4,1	5,0	3,6	4,7	4,3	5,1
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,9	3,5	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4
<b>Nota:</b>							
Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)	-0,3; 0,2	-1,4; -0,8	-0,9; -0,2	-0,9; -0,2	-0,6; 0,2	-0,6; 0,2	-0,5; 0,5
<b>Var. %</b>							
6. Inflación	3,2	1,4	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0
7. Inflación esperada <sup>3/</sup>	-	-	2,2	2,2	2,5	2,5	2,5
8. Depreciación esperada <sup>3/</sup>	-	-	1,9	4,1	0,8	0,3	0,4
9. Términos de intercambio <sup>4/</sup>	-0,4	7,2	1,0	-0,2	-2,9	-0,7	-0,5
a. Precios de exportación	-3,4	13,0	7,4	6,3	-2,2	-2,1	1,2
b. Precios de importación	-3,0	5,4	6,3	6,5	0,7	-1,4	1,7
<b>Var. % nominal</b>							
10. Circulante	6,5	6,7	8,1	8,6	8,5	8,5	8,5
11. Crédito al sector privado <sup>5/</sup>	5,6	6,6	9,0	8,5	9,0	9,0	9,0
<b>% PBI</b>							
12. Inversión bruta fija	22,9	21,8	22,3	22,5	22,9	23,0	23,4
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,7	-1,1	-1,6	-1,9	-1,5	-1,6	-1,7
14. Balanza comercial	1,0	3,1	3,1	2,8	2,4	2,7	2,6
15. Entrada de capitales externos de largo plazo <sup>6/</sup>	4,6	5,7	5,0	5,0	4,0	4,1	3,8
16. Ingresos corrientes del gobierno general	18,6	18,1	19,1	19,3	19,3	19,3	19,4
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,0	20,1	20,5	20,6	20,4	20,4	20,0
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,5	-3,1	-2,8	-2,7	-2,6	-2,6	-2,1
19. Saldo de deuda pública total	23,8	24,9	25,7	25,9	26,9	26,7	26,9
20. Saldo de deuda pública neta	6,8	9,5	11,4	11,1	13,5	13,0	14,0

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.

4/ Promedio.

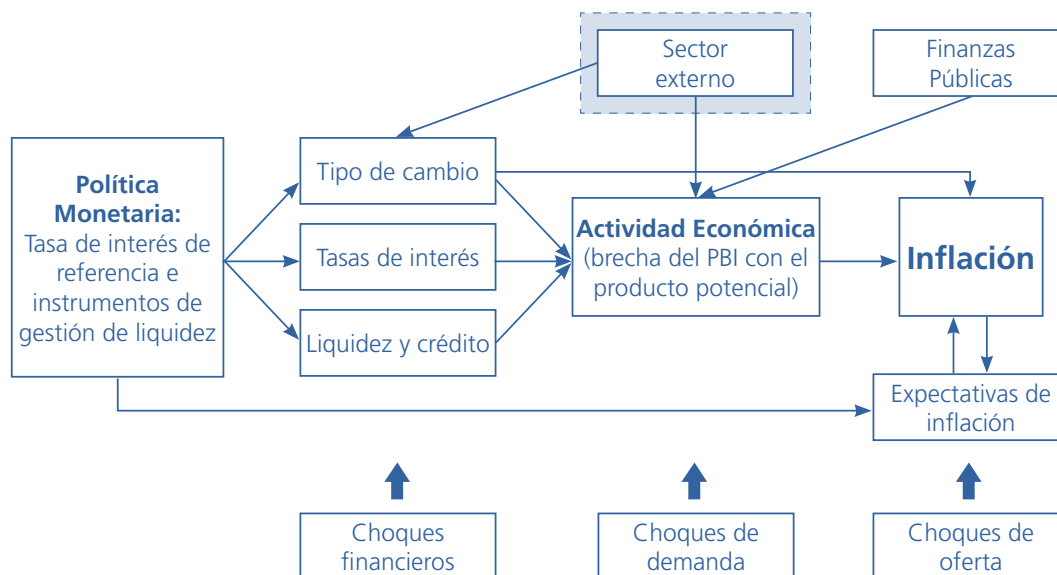
5/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

6/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

RI: Reporte de Inflación.

# Capítulo I

## SECTOR EXTERNO





## I. Sector externo

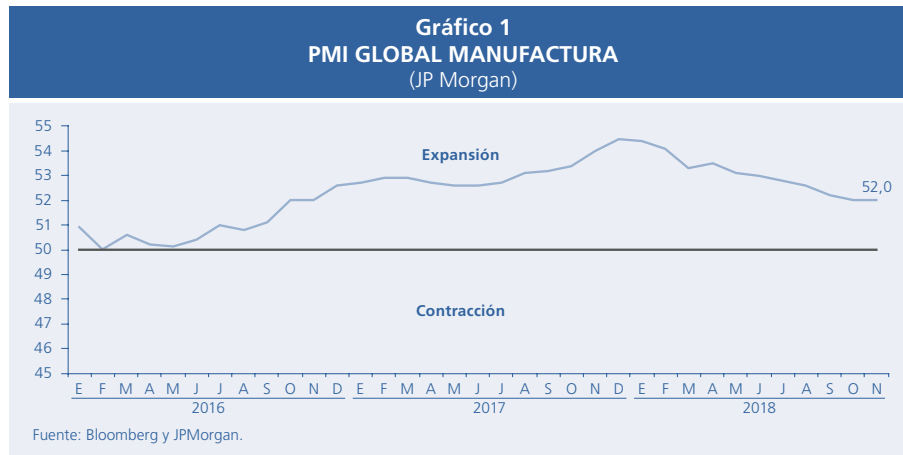
### **Economía mundial**

#### ***Desarrollos recientes y perspectivas de la economía mundial***

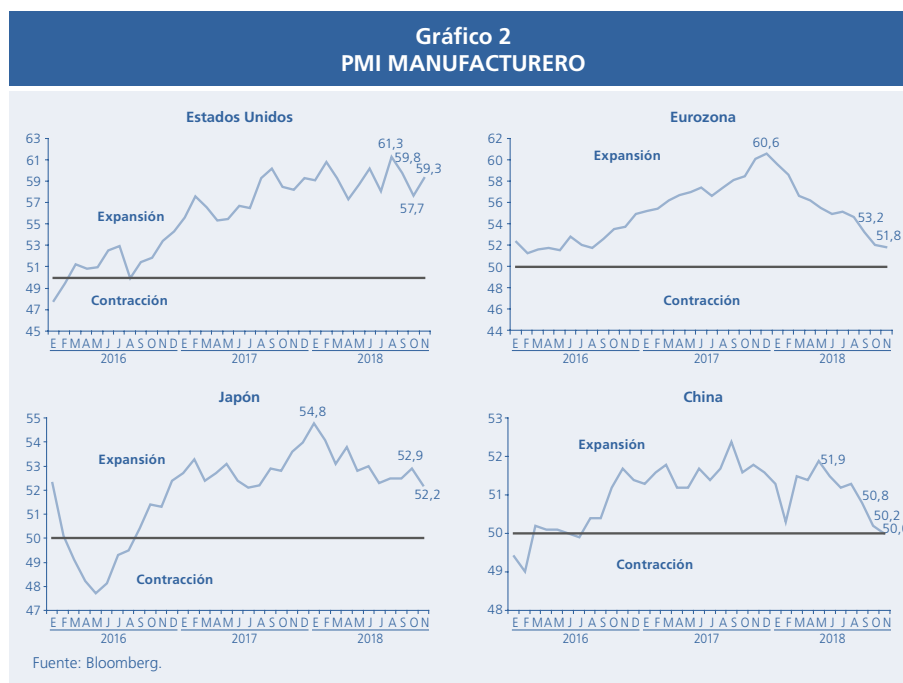
1. La economía mundial durante el presente año ha mostrado señales de disociación en la dinámica del crecimiento económico de las principales economías. Un primer factor perturbador ha sido la retórica y las acciones proteccionistas de parte de los Estados Unidos en relación al comercio con China, lo que ha incrementado la incertidumbre de los inversionistas a nivel global, y en particular ha afectado más el dinamismo de la economía china. El efecto indirecto de una desaceleración de China en el crecimiento económico del resto de economías emergentes se ha traducido en 2018 en una mayor aversión al riesgo respecto a *commodities*, monedas de economías emergentes, mercados bursátiles y bonos emergentes.

En segundo término, los mercados financieros internacionales han venido adaptándose al alza paulatina de las tasas de interés de política del Banco de Reserva Federal (Fed), iniciada en diciembre de 2015 y con 225 puntos básicos de aumentos hasta diciembre de 2018 (de 0,25 por ciento a 2,50 por ciento). Con este retiro paulatino del impulso de la política monetaria, la Fed viene respondiendo a la recuperación de la actividad económica y del empleo, anticipándose a un incremento salarial que presione la inflación por encima de la meta de 2 por ciento.

2. En este contexto, los indicadores de la economía mundial muestran señales de una moderada desaceleración. El indicador global de manufactura (PMI) ha registrado la sexta disminución consecutiva (aunque se mantiene en la zona de expansión) y los volúmenes de comercio mundial muestran menores tasas de crecimiento.



Esta tendencia a la baja en los indicadores de actividad de la manufactura se observa en diferente grado en Estados Unidos, Eurozona, Japón y China. En Estados Unidos, el índice de manufactura alcanzó su nivel más alto en agosto y desde entonces ha descendido ligeramente. Por el contrario, en la Eurozona, Japón y China la desaceleración de la manufactura ha sido más evidente y pronunciada. En el caso de Japón y la Eurozona los índices se mantienen aún en la zona de expansión mientras que en el caso de China, el índice ha descendido a la zona neutral.



3. En el tercer trimestre, la economía de **Estados Unidos** creció 3,4 por ciento. Al igual que en trimestres previos, el consumo ha sido el componente más dinámico debido a las condiciones favorables del mercado laboral: el desempleo disminuyó





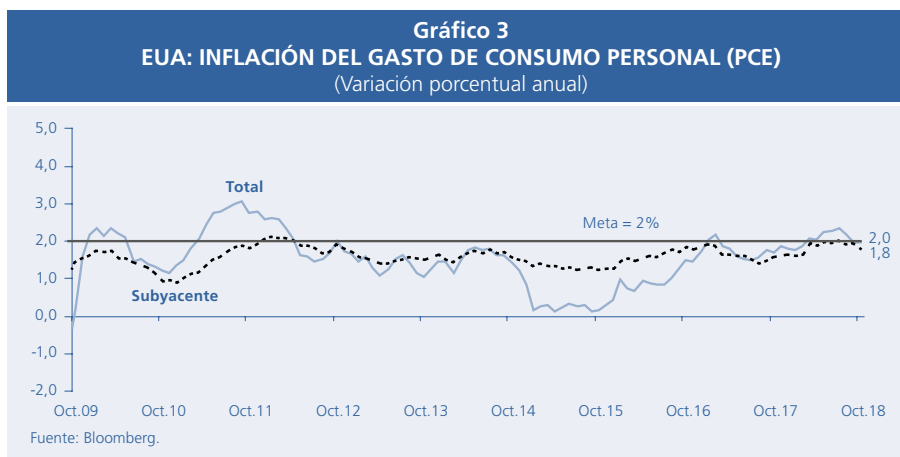
al nivel mínimo en 49 años (3,7 por ciento) y durante los meses de octubre y noviembre se crearon, en promedio, 196 mil nuevos puestos de trabajo.

Cuadro 1 EUA: PBI (Variación porcentual anual)									
	2016	2017					2018		
		I	II	III	IV	Año	I	II	III
Consumo personal	2,7	1,8	2,9	2,2	3,9	2,5	0,5	3,8	3,5
Inversión privada bruta	-1,3	4,9	5,7	8,8	0,8	4,8	9,6	-0,5	15,2
Inversión no residencial	0,5	9,6	7,3	3,4	4,8	5,3	11,5	8,7	2,5
Inversión residencial	6,5	11,1	-5,5	-0,5	11,1	3,3	-3,4	-1,3	-3,6
Variación de inventarios*	-0,4	-0,8	0,2	1,0	-0,9	0,0	0,3	-1,2	2,4
Exportaciones	-0,1	5,0	3,6	3,5	6,6	3,0	3,6	9,3	-4,9
Importaciones	1,9	4,8	2,5	2,8	11,8	4,6	3,0	-0,6	9,3
Gasto de gobierno	1,4	-0,8	0,0	-1,0	2,4	-0,1	1,5	2,5	2,6
<b>PBI</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>

\* Contribución al crecimiento.  
Fuente: BEA.

Sin embargo, la evolución favorable del consumo se ha visto parcialmente compensada por el escaso dinamismo de la inversión. Si se descuenta el efecto de la acumulación de inventarios, el crecimiento de la inversión fue 1,1 por ciento, por debajo del crecimiento de trimestres previos. La inversión no residencial creció a tasas menores como resultado de una reducción de las ganancias corporativas y los impactos de las medidas comerciales sobre algunas actividades.

El desempeño de la actividad económica está acompañado de una moderada tendencia al alza de la inflación. En octubre, la inflación del Gasto del Consumo Personal (PCE) se ubicó en 2,0 por ciento anual y se encuentra en el objetivo de la Fed, en tanto que la inflación subyacente del PCE fue 1,8 por ciento anual en octubre y permanece cerca al objetivo.



4. El PBI del tercer trimestre de **China** se incrementó 6,5 por ciento, continuando la tendencia decreciente registrada durante el año (6,8 y 6,7 por ciento, en el primer y segundo trimestre, respectivamente).

Durante el año se ha observado una moderación en la dinámica de la inversión, en particular en la de infraestructura que ha pasado de crecer 13,0 por ciento en marzo a 3,3 por ciento en setiembre. Sin embargo, en un contexto de medidas anunciadas que apuntan a un alivio financiero de las pequeñas empresas y a una recuperación de la inversión de los gobiernos locales, en octubre se observó una ligera recuperación de la producción industrial y la inversión.

**Cuadro 2**  
**CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

Indicadores (variación % anual)	2017	2018			
		Mar.	Jun.	Set.	Oct.
PBI anual	6,9	6,8	6,7	6,5	--
Producción industrial	6,2	6,0	6,0	5,8	5,9
Inversión en activos fijos	7,2	7,5	6,0	5,4	5,7
Inversión en infraestructura	19,0	13,0	7,3	3,3	3,7
Ventas minoristas	9,4	10,1	9,0	9,2	8,6
Exportaciones	10,9	-2,7	11,2	14,5	15,6
Importaciones	4,5	14,4	14,1	14,3	21,4
Importaciones de cobre concentrado	-0,8	-1,6	25,1	31,0	14,9
Financiamiento total nuevo	12,3	10,5	9,8	10,6	10,2
Índice de precios al consumidor	1,8	2,1	1,9	2,5	2,5

Fuente: Bloomberg y FMI.

5. En la **Eurozona**, la economía viene mostrando una expansión menos dinámica. El crecimiento del PBI en el tercer trimestre fue 0,2 por ciento, luego de crecer a una tasa de 0,4 por ciento en los dos primeros trimestres del año 2018.

A pesar de esta desaceleración, se prevé que el crecimiento de 2018 sea 2,0 por ciento, por encima de su tasa potencial pero ligeramente menor al proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre (2,1 por ciento). Este crecimiento se explica por el desempeño positivo del empleo, las condiciones financieras favorables y la elevada rentabilidad corporativa. Estos factores dieron su soporte a la demanda interna y fueron parcialmente atenuados por el deterioro de la confianza y de las expectativas de los agentes económicos en medio de las tensiones comerciales globales y de factores idiosincráticos. Dentro de estos últimos, destaca la incertidumbre en torno a la política fiscal de Italia y las negociaciones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

### **Proyecciones de la economía mundial**

6. Se espera que la economía mundial pase de una tasa de crecimiento de 3,8 por ciento en 2018 a 3,6 por ciento en 2019. Respecto a la proyección de setiembre, el crecimiento de 2019 se ha revisado ligeramente a la baja por la evolución de la Eurozona, China y América Latina. Para 2020, se estima un crecimiento de 3,6 por ciento.



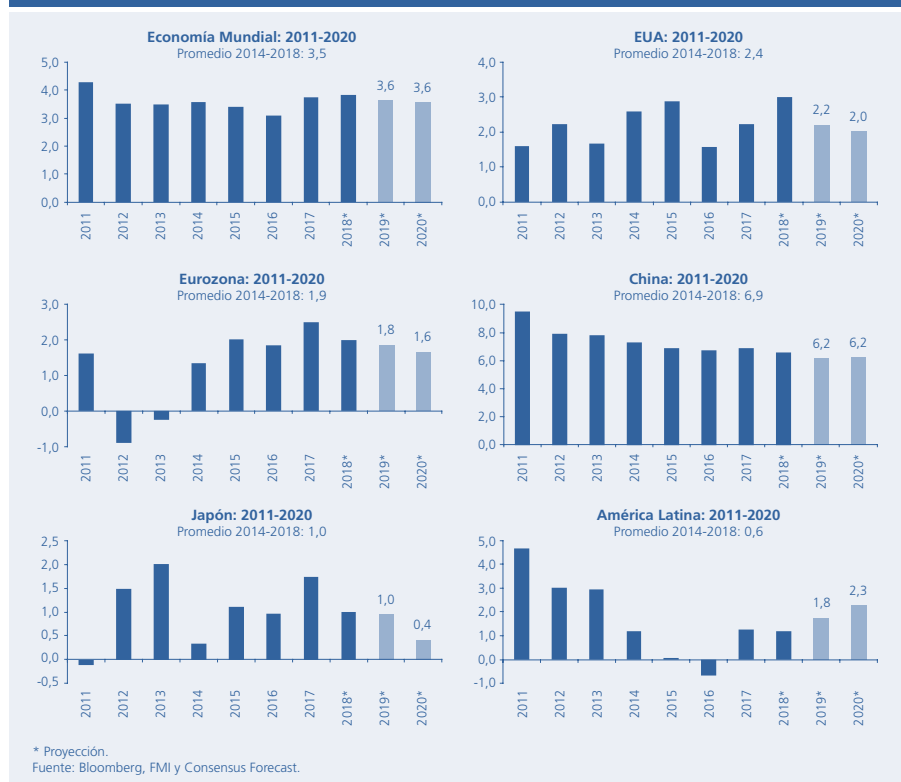




Respecto a las tensiones comerciales, el principal riesgo al presente escenario de proyección, Estados Unidos y China anunciaron recientemente una tregua comercial de 90 días. En caso no se llegue a un acuerdo, a partir de marzo podría darse un incremento de las tensiones comerciales con una elevación del arancel (de 10 a 25 por ciento) aplicado a US\$ 200 mil millones de importaciones chinas. China tomaría medidas retaliatorias. A estas tensiones bilaterales se podría añadir otras medidas (como la elevación de los aranceles, por parte de Estados Unidos, a los autos importados). Si bien el universo afectado representa una parte poco significativa del crecimiento mundial, los efectos indirectos sobre el sector real y los efectos sobre el canal financiero (reseñados en el Reporte de Inflación anterior) podrían implicar un impacto importante sobre el crecimiento global. El FMI estima que, en un escenario como el descrito, el impacto sobre el crecimiento global podría ser de aproximadamente un punto porcentual.

**Cuadro 3**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	PPP% <sup>1/</sup>	Comercio Perú % <sup>1/</sup>	2017	2018*		2019*		2020*
				RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>41,3</b>	<b>42,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
<i>De las cuales</i>								
1. Estados Unidos	15,3	20,2	2,2	2,9	3,0	2,2	2,2	2,0
2. Eurozona	11,6	12,8	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	1,6
Alemania	3,3	2,7	2,5	2,0	1,8	1,9	1,7	1,6
Francia	2,2	0,8	2,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Italia	1,8	1,8	1,5	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0
España	1,4	4,0	3,0	2,7	2,6	2,2	2,2	2,0
3. Japón	4,3	4,0	1,7	1,1	1,0	1,0	1,0	0,4
4. Reino Unido	2,3	1,3	1,7	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5
5. Canadá	1,4	2,6	3,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>58,7</b>	<b>57,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<i>De las cuales</i>								
1. Asia emergente y en desarrollo	32,4	34,9	6,5	6,6	6,6	6,4	6,3	6,4
China	18,2	27,9	6,9	6,6	6,6	6,3	6,2	6,2
India	7,4	3,8	6,7	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,5	0,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
Rusia	3,2	0,5	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5
3. América Latina y el Caribe	7,7	21,6	1,3	1,3	1,2	2,1	1,8	2,3
Brasil	2,5	5,4	1,0	1,4	1,4	2,5	2,4	2,3
Chile	0,4	3,3	1,5	4,0	4,0	3,6	3,5	3,3
Colombia	0,6	2,9	1,8	2,7	2,7	3,2	3,2	3,3
México	1,9	3,0	2,0	2,2	2,1	2,1	1,9	2,1
Argentina	0,7	1,5	2,9	-2,2	-2,4	-0,1	-1,0	1,3
Perú	0,3	-	2,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Nota:								
Socios Comerciales <sup>1/2/</sup>	65,9		3,5	3,8	3,8	3,6	3,5	3,4
* Proyección.								
1/ 2017.								
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.								
Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.								

**Gráfico 4**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**  
 (Variación porcentual real)


7. En su reunión de política de diciembre de este año, la Fed revisó a la baja sus proyecciones de inflación y de crecimiento del PBI de **Estados Unidos**. Respecto a las tasas de interés, la Fed redujo su proyección de tres a dos alzas en 2019 y mantuvo un alza para 2020, no registrando mayores alzas en 2021. Consistente con ello, la tasa de largo plazo se reduce de 3,0 a 2,8 por ciento.

**Cuadro 4**  
**PROYECCIONES DE LA FED\***

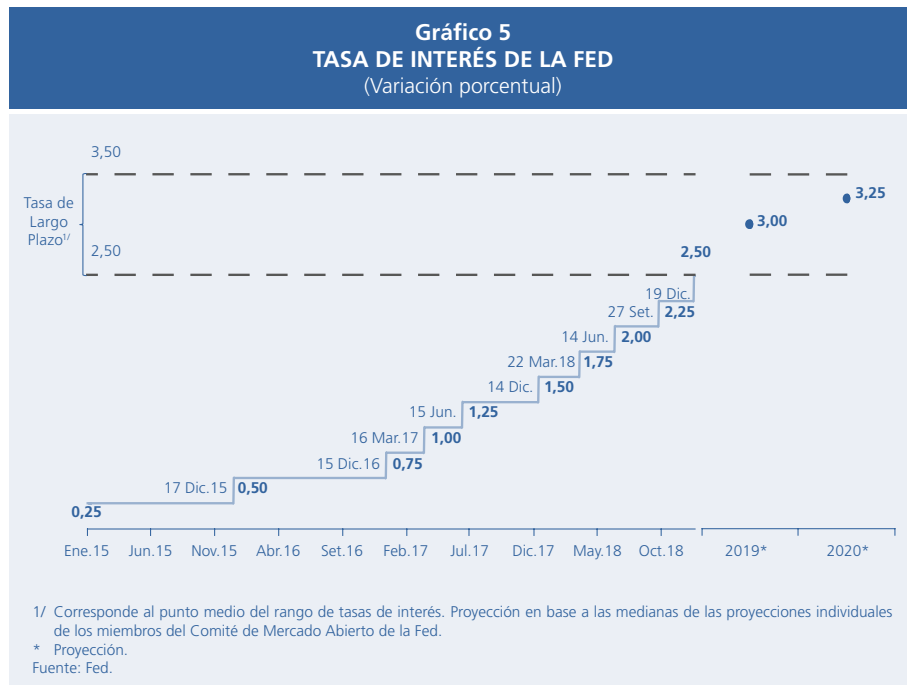
	2018		2019		2020		2021		Largo Plazo	
	Set.18	Dic.18	Set.18	Dic.18	Set.18	Dic.18	Set.18	Dic.18	Set.18	Dic.18
<b>Crecimiento</b>	3,1	3,0	2,5	2,3	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,9
<b>Tasa de desempleo</b>	3,7	3,7	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8	4,5	4,4
<b>Inflación (PCE)</b>	2,1	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
<b>Inflación subyacente (PCE subyacente)</b>	2,0	1,9	2,1	2,0	2,1	2,0	2,1	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
<b>Tasa de interés (%) <sup>1/</sup></b>	2,4	2,4	3,1	2,9	3,4	3,1	3,4	3,1	3,0	2,8

\* Incorpora 16 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.  
1/ Corresponde al punto medio del rango de tasas de interés.





Ante la convergencia del crecimiento hacia sus tasas potenciales y ante las presiones moderadas de la inflación, la Fed ha continuado con un ajuste gradual de tasas. En diciembre, elevó su tasa en 25 pbs. Para 2019, las proyecciones de la Fed muestran una revisión en el número de alzas (de tres a dos).



Para los siguientes años, se espera que los factores que impulsaron el crecimiento de los últimos años se moderen y que la economía converja hacia sus tasas potenciales. Se proyecta un crecimiento de la **Eurozona** de 1,8 y 1,6 por ciento en 2019 y 2020 respectivamente. Ello debido al menor impulso del comercio internacional tras la debilidad de la actividad de la economía global, las crecientes tensiones comerciales, la desaceleración de la creación del empleo y la incertidumbre en el ámbito político.

El crecimiento de la Eurozona presenta ciertos riesgos que introducen un sesgo a la baja en la proyección. Aparte de los factores globales señalados anteriormente, el riesgo más importante radica en la potencial elevación de los rendimientos de los bonos soberanos de algunas economías con alto nivel de deuda y fuertes requerimientos financieros para 2019 (en particular Italia). Cabe señalar que esta elevación de los rendimientos impactaría sobre la banca dada la fuerte exposición de ésta a los bonos soberanos (en el caso de Italia la tenencia de bonos soberanos representa el 10 por ciento del total de sus activos).

**Cuadro 5**  
**FINANZAS PÚBLICAS EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS**  
 (En porcentajes)

	Resultado Económico			Deuda Pública Bruta		
	2017	2018*	2019*	2017	2018*	2019*
Estados Unidos	-3,8	-4,7	-5,0	105	106	108
Alemania	1,0	1,5	1,5	64	60	56
Italia	-2,3	-1,7	-1,7	132	130	129
Francia	-2,6	-2,6	-2,8	97	97	96
Reino Unido	-1,8	-2,0	-1,7	88	87	87
España	-3,1	-2,7	-2,3	98	97	96
Portugal	-3,0	-0,7	-0,3	126	121	117
Bélgica	-1,0	-1,2	-1,7	103	101	100
Japón	-4,3	-3,7	-2,8	238	238	237

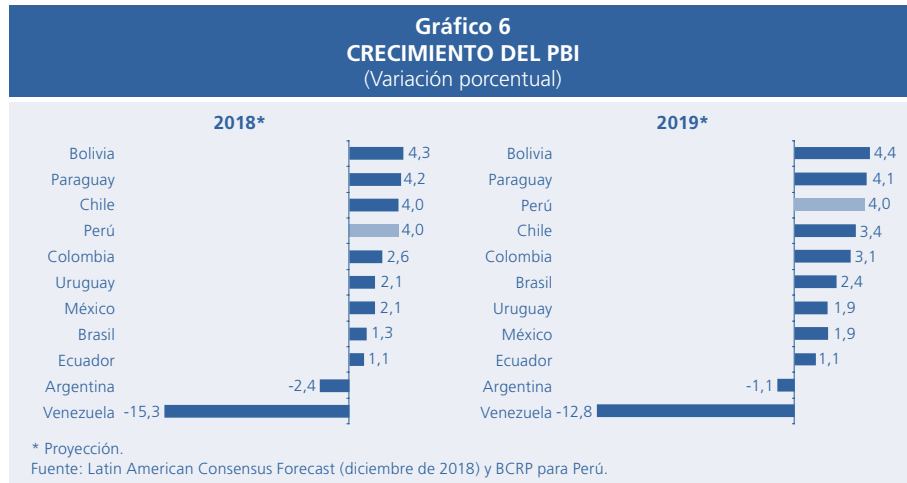
\* Proyección.

Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2018.

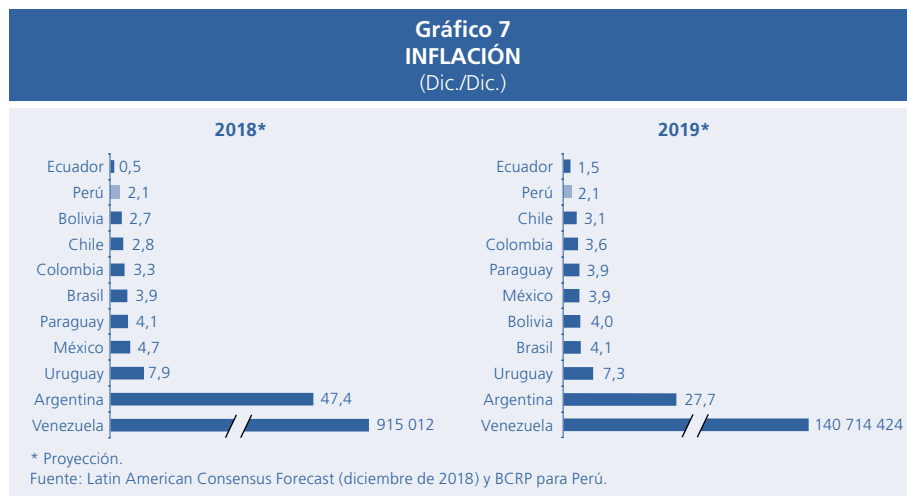
8. Para el año 2018 se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de **China** en 6,6 por ciento. Sin embargo, tomando en cuenta el impacto de las tensiones comerciales con EUA, se ha revisado a la baja la previsión de crecimiento para el año 2019 de 6,3 a 6,2 por ciento. Cabe mencionar que se prevé que el efecto de las tensiones comerciales sea compensado parcialmente por el impacto de las medidas anunciadas por las autoridades, principalmente de alivio tributario (personas) y financiero (empresas).
9. Se estima que **América Latina** crezca 1,2 por ciento en 2018 y 1,8 por ciento en 2019 (tasas inferiores a las proyectadas en el Reporte de Inflación anterior). La región se ha visto afectada por la volatilidad en los mercados internacionales asociada a las tensiones comerciales y a las expectativas de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas. Estos factores han implicado una caída en el precio de la mayoría de *commodities* (en particular metales básicos y petróleo) y menores entradas de capitales a la región en comparación a los años previos. Para el año 2020, se estima una recuperación en las tasas de crecimiento (a 2,3 por ciento).

Las proyecciones de Chile, Brasil, México y Argentina se han revisado a la baja para 2019. En México, se observa un impacto sobre la confianza de los inversionistas luego de la cancelación del nuevo aeropuerto en Texcoco (que tiene un costo estimado de US\$ 13 mil millones, un financiamiento de 50 por ciento y un avance de obra de 30 por ciento). En el caso de Argentina, los fuertes desequilibrios externos y la creciente inflación han llevado a altas tasas de interés. Ello, sumado al compromiso de un equilibrio fiscal, explican la contracción prevista para ese año.





Asimismo, en Brasil, existe incertidumbre sobre la ejecución de las reformas (de privatización y previsional) mientras que, en Chile, el deterioro del entorno internacional y el ciclo de normalización de la política monetaria del Banco Central de Chile justifican la revisión para el próximo año.



### Balanza de pagos

10. El escenario externo presentado continúa siendo algo menos favorable que el observado en el Reporte de Inflación de setiembre. Luego del mayor crecimiento de nuestros socios comerciales en 2018, se proyecta una moderación del mismo en los siguientes dos años. Los términos de intercambio se mantendrían relativamente

estables en el periodo 2018-2020. Las condiciones de financiamiento externo seguirán ajustándose producto del alza de tasas de la Fed y la menor entrada de capitales a los mercados emergentes.

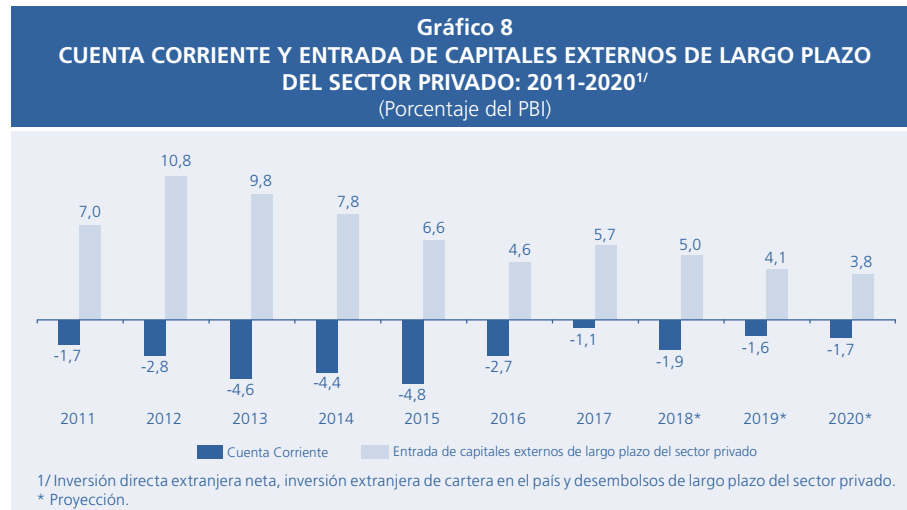
11. El **déficit de cuenta corriente** se ha revisado de 1,6 por ciento del PBI (en el Reporte de setiembre) a 1,9 por ciento del PBI en 2018, considerando la evolución al tercer trimestre, así como por los menores términos de intercambio y los menores volúmenes exportados de productos mineros principalmente. En 2019, la normalización de la producción minera y la moderación del crecimiento de la demanda interna, producto principalmente del menor impulso fiscal, implicarán una reducción del déficit de cuenta corriente a 1,6 por ciento del PBI.

Para 2020, se espera una aceleración de la demanda interna, por mayor consumo e inversión privados, lo que incidiría en un déficit de cuenta corriente ligeramente mayor (de 1,7 por ciento del PBI).

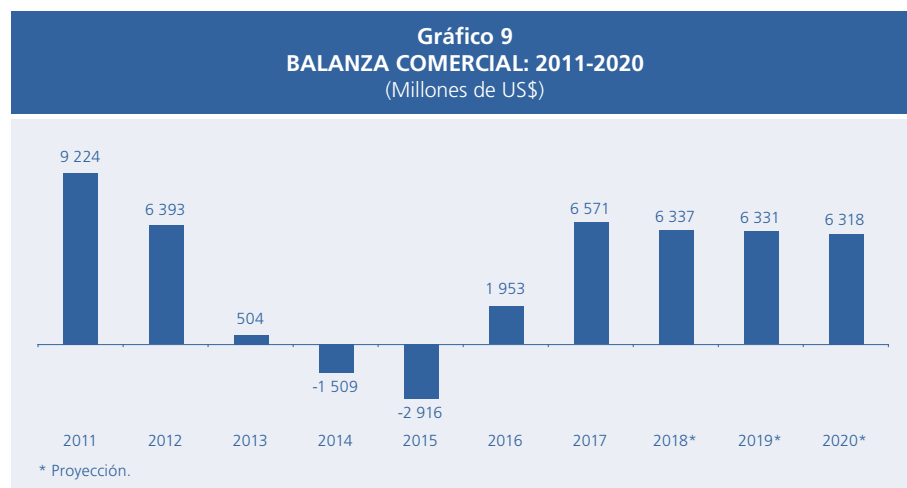
Durante todo el horizonte de proyección, los flujos de capitales externos de largo plazo para el sector privado superarían ampliamente los requerimientos de la cuenta corriente.

Cuadro 6 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$)						
	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set. 18	RI Dic. 18	RI Set. 18	RI Dic. 18	RI Dic. 18
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2 414</b>	<b>-3 579</b>	<b>-4 205</b>	<b>-3 468</b>	<b>-3 770</b>	<b>-4 103</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,7</i>
1. Balanza comercial	6 571	6 944	6 337	5 794	6 331	6 318
a. Exportaciones	45 275	49 887	48 561	51 095	49 959	52 988
<i>De las cuales:</i>						
i) Tradicionales	33 446	35 981	35 026	35 738	34 824	36 232
ii) No Tradicionales	11 699	13 743	13 365	15 182	14 976	16 597
b. Importaciones	-38 704	-42 943	-42 223	-45 301	-43 628	-46 670
2. Servicios	-1 434	-2 308	-2 273	-2 411	-2 256	-2 427
3. Renta de factores	-11 263	-11 746	-11 842	-10 520	-11 515	-11 834
4. Transferencias corrientes	3 712	3 532	3 572	3 669	3 669	3 840
Del cual: Remesas del exterior	3 051	3 204	3 239	3 364	3 364	3 532
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>4 350</b>	<b>1 098</b>	<b>905</b>	<b>4 244</b>	<b>4 533</b>	<b>6 686</b>
1. Sector privado	1 100	-364	-927	2 813	3 759	4 614
a. Largo plazo	1 653	2 018	2 117	3 208	4 645	4 634
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-553	-2 381	-3 044	-396	-886	-20
2. Sector público <sup>2/</sup>	3 249	1 462	1 832	1 432	775	2 072
<b>III. VARIACIÓN DE RIN</b>	<b>1 936</b>	<b>-2 480</b>	<b>-3 300</b>	<b>777</b>	<b>763</b>	<b>2 583</b>
Nota:						
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado <sup>3/</sup> (% del PBI)	5,7	5,0	5,0	4,0	4,1	3,8
1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN.						
2/ Incluye financiamiento excepcional.						
3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.						
* Proyección.						
RI: Reporte de Inflación.						





12. La **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 4,9 mil millones en los primeros diez meses de 2018 y se proyecta que en el horizonte de proyección se mantenga alrededor de US\$ 6 mil millones anuales. Las exportaciones pasarían de US\$ 49 mil millones en este año a US\$ 53 mil millones en 2020, mientras que las importaciones subirían de US\$ 42 mil millones en 2018 a US\$ 47 mil millones en 2020.



Las **exportaciones** de este año han reflejado los altos precios de nuestros principales minerales y los mayores volúmenes de exportación no tradicional, tal como se ha venido observando en los primeros diez meses del año. Los volúmenes no tradicionales agropecuarios y pesqueros han sido favorecidos por la normalización de las condiciones climáticas; y los productos químicos

y mineros no metálicos, por el mayor crecimiento de la demanda externa. Por el contrario, los volúmenes de exportación tradicional reflejan la menor producción minera explicada en parte por las menores leyes. Para los siguientes dos años, el crecimiento de las exportaciones se explica principalmente por efecto volumen. Se espera un impacto positivo de la normalización de la producción minera y de la ampliación de la mina Toquepala de Southern sobre los volúmenes de exportación tradicional en 2019 y una moderación del impacto positivo del crecimiento mundial sobre la demanda de nuestros productos no tradicionales.

En cuanto a las **importaciones**, se prevé un crecimiento en línea con la evolución esperada de la demanda interna y de los precios del petróleo. En particular, se espera una aceleración gradual del crecimiento del volumen de importaciones, principalmente las vinculadas a la inversión.

Cuadro 7 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)				
	2017	2018*	2019*	2020*
<b>1. Valor:</b>				
Exportaciones	22,1	7,3	2,9	6,1
Productos tradicionales	27,7	4,7	-0,6	4,0
Productos no tradicionales	8,3	14,2	12,1	10,8
Importaciones	10,2	9,1	3,3	7,0
<b>2. Volumen:</b>				
Exportaciones	8,1	0,9	5,1	4,8
Productos tradicionales	8,4	-3,0	4,0	3,3
Productos no tradicionales	7,2	12,6	6,7	7,9
Importaciones	4,5	2,5	4,8	5,2
<b>3. Precio:</b>				
Exportaciones	13,0	6,3	-2,1	1,2
Productos tradicionales	17,8	7,9	-4,4	0,7
Productos no tradicionales	1,1	1,4	5,0	2,7
Importaciones	5,4	6,5	-1,4	1,7

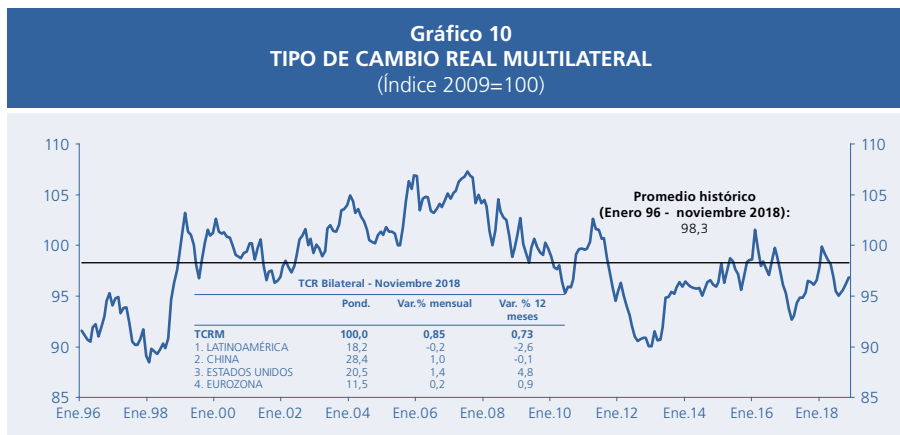
\* Proyección.

### Tipo de cambio real

13. El índice de **tipo de cambio real multilateral** se ubicó en un nivel de 96,8 en noviembre de 2018, nivel mayor en 0,7 por ciento con respecto a similar periodo del año previo. Este ligero aumento en los últimos doce meses se ha debido principalmente a la depreciación real bilateral con respecto a Estados Unidos (4,8 por ciento), compensado por la mejora del tipo de cambio real con respecto a Latinoamérica (2,6 por ciento). Cabe destacar que el tipo de cambio real multilateral se encuentra alrededor de su promedio histórico, calculado en 98 utilizando un índice con año base 2009, el mismo año base del IPC.







### Términos de intercambio

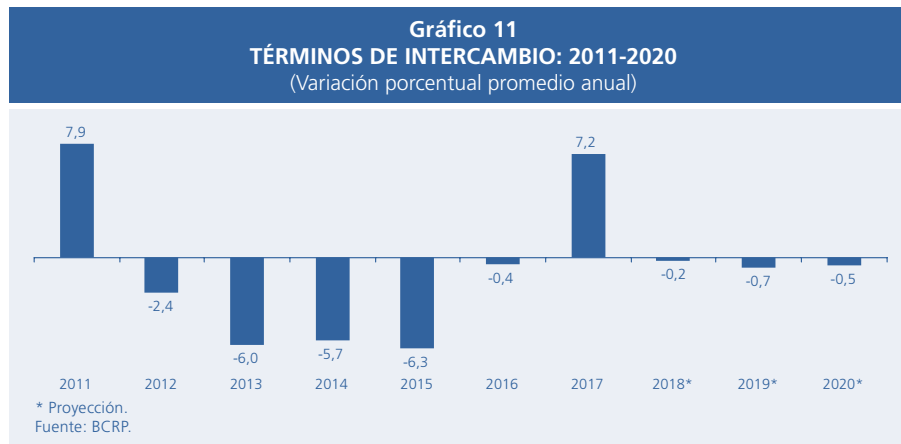
14. Para 2018, se estima que los **términos de intercambio** registren una ligera contracción de 0,2 por ciento. El precio (promedio anual) de las exportaciones aumentaría 6,3 por ciento, respecto a 2017; mientras que los precios de las importaciones subirían 6,5 por ciento respecto a 2017.

Para el año 2019, los términos de intercambio disminuirían 0,7 por ciento debido a la disminución de 2,1 por ciento en los precios de exportación, los cuales estarían influidos por las tensiones comerciales y el menor crecimiento global.

**Cuadro 8**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2017-2020**

	2017	2018*		2019*		2020
		RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Dic
<b>Términos de intercambio</b>	<b>7,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>
<b>Precios de Exportaciones</b>	<b>13,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,2</b>
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	280	295	298	275	280	281
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	131	131	133	111	115	111
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	105	103	102	94	90	91
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 257	1 264	1 267	1 225	1 244	1 281
<b>Precios de Importaciones</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,7</b>
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	51	67	65	66	60	60
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	145	192	185	207	185	209
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	131	135	133	151	152	157
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	707	640	636	653	627	642
<i>Torta de Soya (US\$ por TM)</i>	348	381	379	354	349	355

\*Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.  
Fuente: BCRP.



**a. Cobre**

La cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,81 en noviembre, mayor en 3 por ciento a la registrada en setiembre. Sin embargo, el precio acumula una caída de 9 por ciento en lo que va del año. La cotización del cobre se recuperó en los últimos meses, apoyado por la percepción de un mercado más ajustado: los inventarios de cobre en las bolsas cayeron a su menor nivel en un año debido a la paralización de varias fundiciones en Asia y Chile, y a la sólida demanda de cobre en China (a pesar de las señales de desaceleración de su economía).

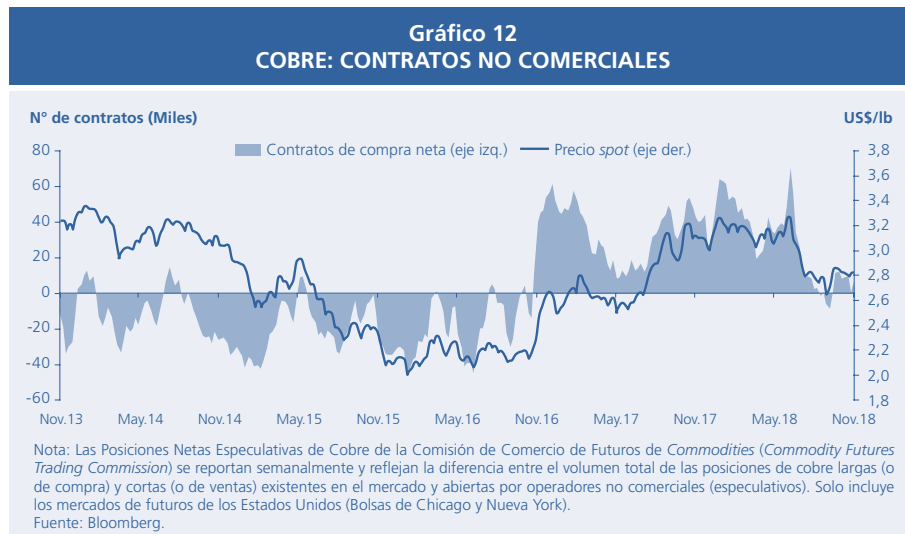
**Cuadro 9**  
**OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO**  
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017 <sup>1/</sup>	2018 <sup>1/</sup>	2019 <sup>1/</sup>	Ene.-Ago. 2017	Ene.-Ago. 2018	Var. %
Producción Minera Global	20 357	20 038	20 429	20 677	12 991	13 399	3,1%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 338	23 523	24 161	24 825	15 463	15 615	1,0%
Utilización Global de Refinados	23 605	23 789	24 253	24 890	15 562	15 874	2,0%
Balance de Refinados <sup>2/</sup>	-267	-266	-92	-65	-99	-259	

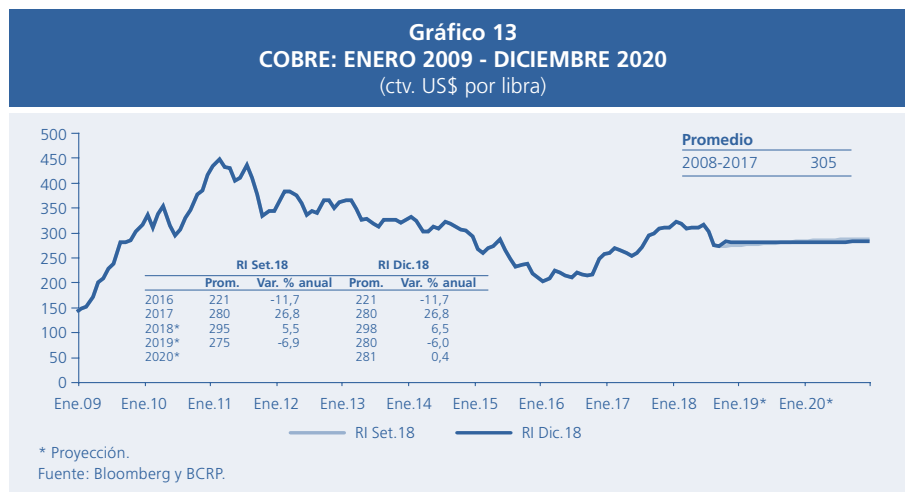
<sup>1/</sup> Estimado de noviembre de 2018.  
<sup>2/</sup> Balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.  
Fuente: The International Copper Study Group (ICSG).

Sin embargo, a pesar de la recuperación parcial, el precio continúa deprimido respecto a los niveles que se alcanzó en enero de 2018, debido, entre otros factores, a la disminución de la demanda especulativa (afectada por las tensiones comerciales y el aumento de la aversión al riesgo global). Además, se espera un crecimiento importante de la oferta en los años 2019 y 2020 (Perú, Panamá, México y República Democrática del Congo).





En línea con el incremento reciente, las proyecciones para el periodo 2018-2020 se han revisado ligeramente al alza respecto a los niveles estimados en el Reporte de Inflación de setiembre. Los principales riesgos en la proyección se asocian a cambios no previstos en el crecimiento de China (país que consume aproximadamente el 50 por ciento del cobre refinado) y a la intensificación de la guerra comercial.



**b. Zinc**

La cotización internacional del **zinc** aumentó 7 por ciento entre setiembre y noviembre de 2018. A pesar de este avance, el precio acumula una caída de 19 por ciento en los primeros once meses del año.

La recuperación del precio del zinc en los últimos dos meses se asoció a señales de un mercado global más ajustado. El Grupo Internacional del Zinc y del Plomo

estimó un déficit de 322 mil toneladas en 2018 y los inventarios cayeron a su menor nivel en 10 años. En este contexto de bajos inventarios, la caída en la producción de cobre refinado de China (por medidas medioambientales) tuvo un impacto sobre el precio. Sin embargo, el alza del precio continúa limitada por las tensiones comerciales y por los temores de un menor crecimiento de China.

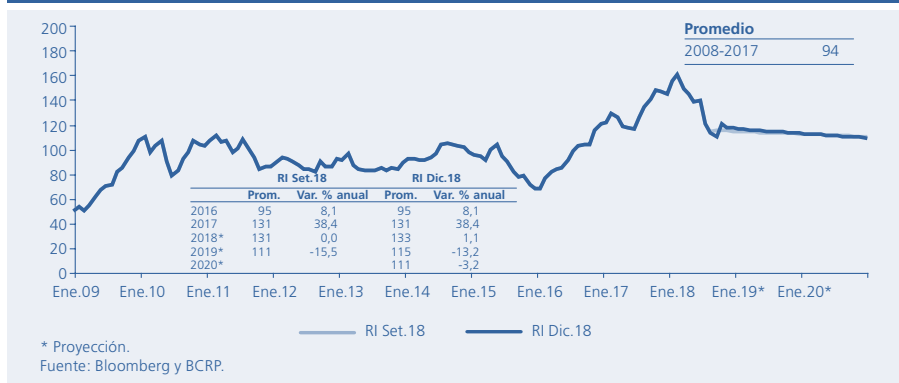
**Cuadro 10**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2016	2017	2018	2019	Ene.-Set. 2017	Ene.-Set. 2018	Var. % anual
Producción Minera Global	12,69	12,78	13,03	13,87	9,30	9,42	1,2%
Producción Global de Refinados	13,55	13,23	13,42	13,81	9,73	9,79	0,6%
Utilización Global de Refinados	13,68	13,69	13,74	13,88	10,13	10,10	-0,3%
Balance de Refinados (en miles)	-128	-452	-322	-72	-398	-305	

Fuente: International Lead and Zinc Study Group (ILZSG).

Consistente con las expectativas de una menor oferta, se revisa ligeramente al alza la proyección de precio del zinc respecto al Reporte de Inflación previo. Se estima que el mercado global continuaría deficitario en 2019, aunque la escasez del metal se reduciría considerablemente debido a la expansión de la oferta por la entrada de nuevos proyectos. El agravamiento de las tensiones comerciales, en particular en el comercio de autos, es un factor de riesgo a la baja en esta proyección.

**Gráfico 14**  
**ZINC: ENERO 2009 - DICIEMBRE 2020**  
(ctv. US\$/lb.)



### c. Oro

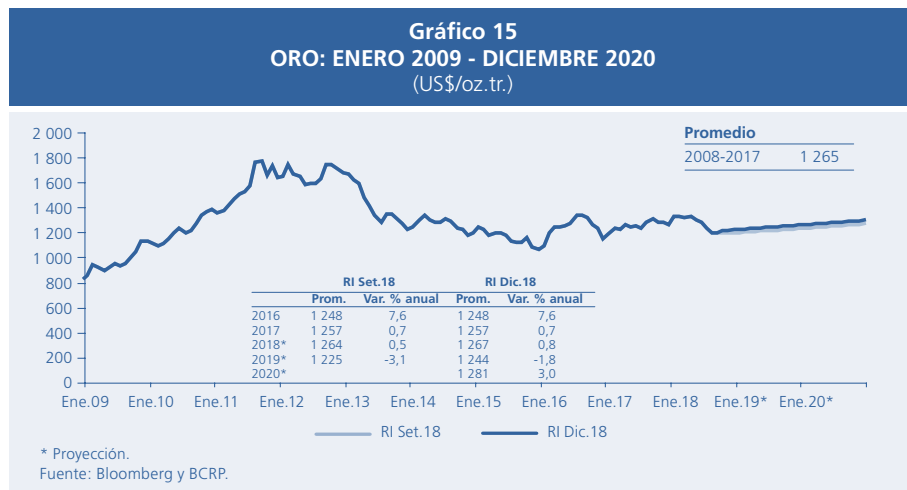
Entre setiembre y noviembre, la cotización del **oro** aumentó 2 por ciento, alcanzando un promedio de US\$/oz.tr. 1 220 en noviembre. Con ello, revierte parcialmente la





tendencia de los meses previos y reduce a 3 por ciento la caída acumulada en el año.

La cotización del oro aumentó en los dos últimos meses, favorecido por la mayor aversión al riesgo, en particular por el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la turbulencia cambiaria en las economías emergentes, principalmente en Turquía y Argentina. Sin embargo, el alza del precio fue limitada por la fortaleza del dólar que refleja las expectativas de que la Fed continúe su ciclo de alza de tasas. Es probable que persista la inestabilidad en las economías emergentes asociada a las cada vez mayores tasas de interés de la Fed y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Ello le daría soporte al precio del oro, a pesar del ciclo de alzas en las tasas de interés de la Fed. En línea con ello, la proyección del oro se revisa ligeramente al alza respecto al Reporte de setiembre.



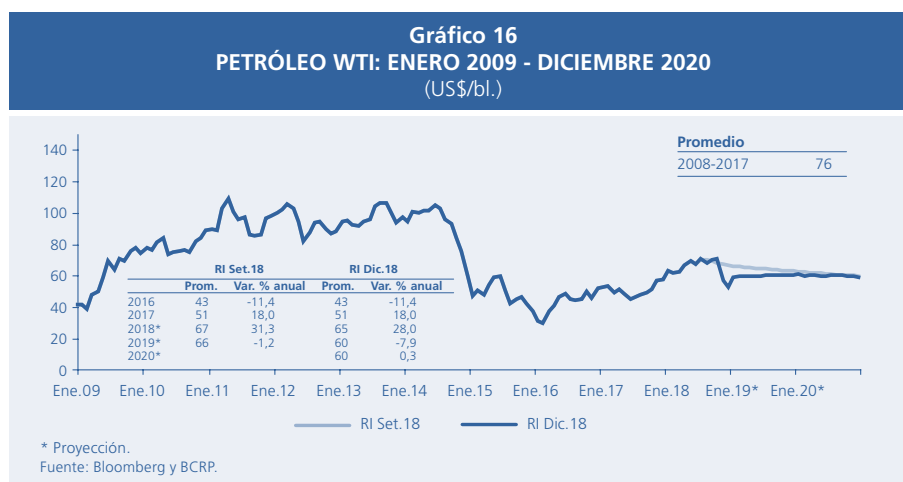
#### d. **Petróleo**

En noviembre de 2018, la cotización promedio del **petróleo WTI** se redujo 19 por ciento respecto a setiembre. Sin embargo, el precio del petróleo acumula todavía un incremento de 2 por ciento durante los primeros once meses del año.

La fuerte caída de la cotización del petróleo se concentró en noviembre y estuvo asociada a las ventas de inversionistas ante los temores de exceso de oferta global. En particular, la producción de petróleo en Estados Unidos, Rusia y Arabia Saudita alcanzó niveles récords históricos en noviembre. Asimismo, otros países de la OPEP también registraron un incremento de producción de petróleo debido al mayor crecimiento de la producción de Libia, a la inesperada estabilización de la producción de Venezuela y al acuerdo del gobierno de Iraq con el gobierno regional del Kurdistán que permitirá reiniciar exportaciones por 200 mil b/d. Asimismo, Estados Unidos suavizó las sanciones a Irán al excluir a 8 de los principales importadores del

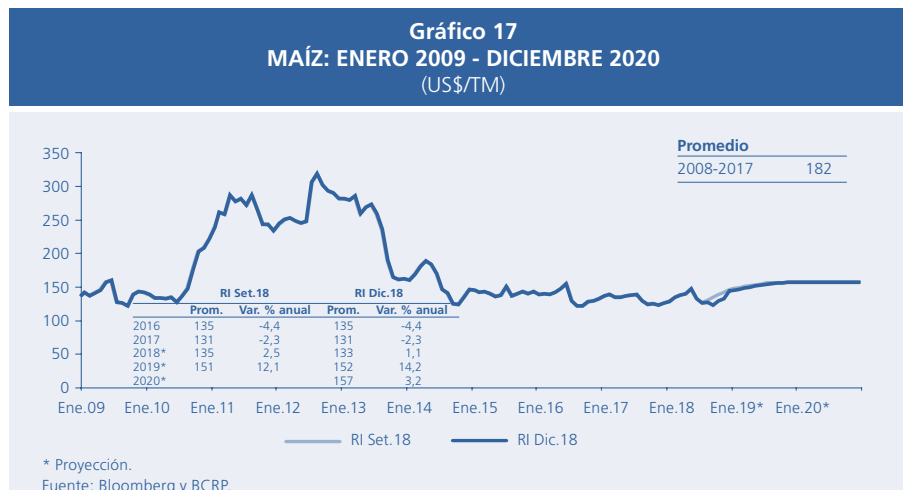
crudo iraní. Todo ello en un contexto de mayores temores sobre crecimiento global y fuerte volatilidad en los mercados financieros.

En el horizonte de proyección, se ha revisado a la baja la proyección del precio del petróleo en línea con la evolución de los últimos meses y con las expectativas de un mercado más holgado (por una mayor oferta de EUA). La decisión reciente de la OPEP de reducir su producción en forma coordinada con Rusia limitaría esta evolución.



#### e. Alimentos importados

El precio del **maíz** aumentó en 7 por ciento respecto a setiembre de 2018, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 131 en noviembre. Con ello, la cotización internacional promedio del maíz acumuló un incremento de 5 por ciento en los primeros once meses del año. En línea con esta evolución, se revisa ligeramente al alza el precio promedio del maíz para 2019.



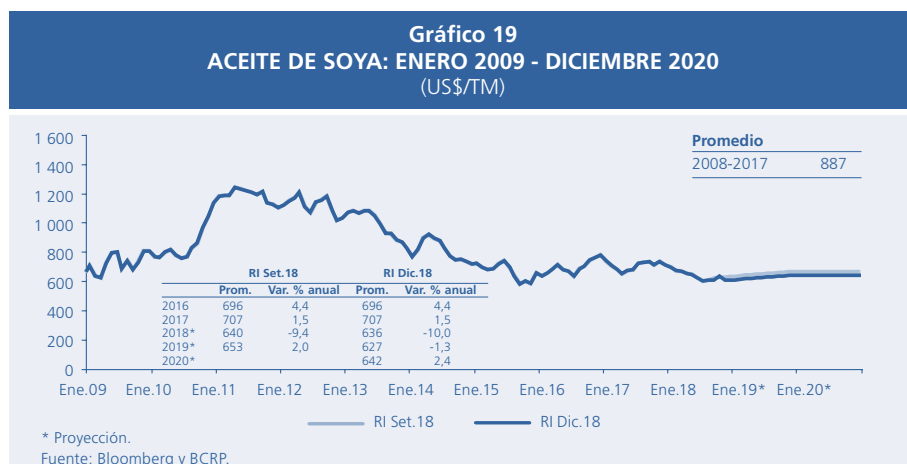


Desde el último reporte de inflación, la cotización del **trigo** disminuyó 5 por ciento, alcanzando en noviembre un promedio de US\$/TM 182. Sin embargo acumula en el año un incremento de 23 por ciento. Con ello, continúa con la tendencia al alza registrada en 2017 (cuando la cotización subió 20 por ciento).



Al mes de noviembre, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 606, nivel similar al observado en setiembre y 15 por ciento inferior respecto al mes de diciembre de 2017. Con ello, el precio promedio del aceite de soya continuó con su tendencia a la baja del año previo.

Considerando las perspectivas de una mayor producción para la temporada 2018/19, se estima que los precios se coticen ligeramente por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Se prevé una recuperación de la producción en Argentina y Brasil y, además, una mayor oferta de aceite de palma. Esta proyección presenta como riesgos principales la variación del precio del petróleo y una menor producción de soya en Sudamérica.



### Financiamiento externo

15. Para el horizonte de proyección se espera que **los capitales de largo plazo del sector privado** sigan siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese periodo. La **inversión directa extranjera** se mantendrá como la principal fuente de financiamiento por la reinversión de utilidades, consistente con la recuperación de la actividad y la evolución de los precios de nuestros minerales en el horizonte de proyección. Entre los principales proyectos de inversión esperados destacan los mineros con cerca de US\$ 10 mil millones en 2019-2020. En 2019 se espera terminen los proyectos ampliación Toquepala, de Southern, Quecher Main, de Yanacocha, así como Relaves B2 San Rafael de Minsur; y que continúen los proyectos que empezaron su construcción en 2018. Al respecto destaca los megaproyectos como Quellaveco, ampliación de Toromocho y Mina Justa, que en conjunto tienen una inversión estimada de US\$ 8,2 mil millones.

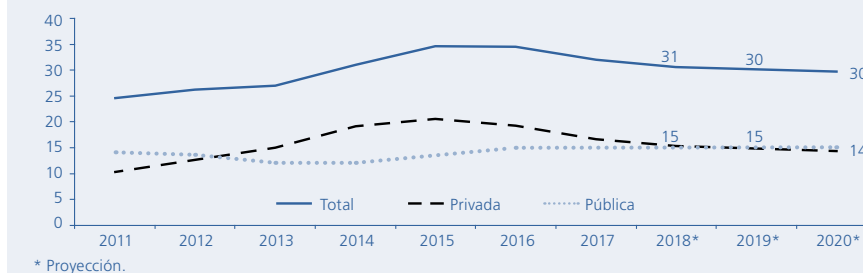
**Cuadro 11**  
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO  
(Millones de US\$)

	2017	2018*	2019*	2020*
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>1 100</b>	<b>-927</b>	<b>3 759</b>	<b>4 614</b>
Porcentaje del PBI	0,5	-0,4	1,6	1,9
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>1 653</b>	<b>2 117</b>	<b>4 645</b>	<b>4 634</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-2 929</b>	<b>-4 041</b>	<b>-2 269</b>	<b>-2 398</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>4 582</b>	<b>6 158</b>	<b>6 914</b>	<b>7 031</b>
Inversión directa extranjera en el país	6 769	7 756	6 666	6 581
Préstamos de Largo Plazo	-3 906	-1 639	-462	-133
Inversión de cartera	1 719	41	710	584
<b>B. CORTO PLAZO <sup>1/</sup></b>	<b>-553</b>	<b>-3 044</b>	<b>-886</b>	<b>-20</b>

1/ Incluye errores y omisiones netos, y efecto revaluación cambiaria.  
\* Proyección.

16. El endeudamiento privado externo mostraría una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, con lo que se ubicaría en 14,0 por ciento del PBI en 2020. Esta evolución es compatible con un mayor uso de financiamiento local y tasas de interés internacionales crecientes.

**Gráfico 20**  
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO: 2011-2020  
(Porcentaje del PBI)





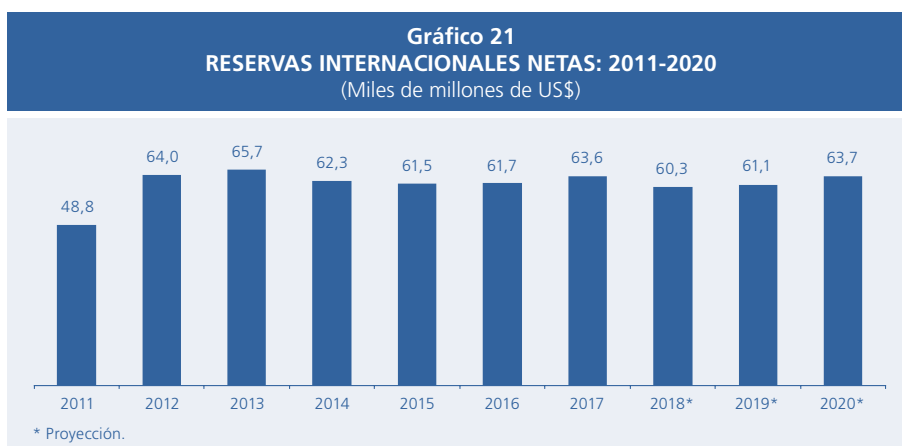


17. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles de respaldo elevados en comparación de otros países de la región, gracias a la acumulación preventiva realizada durante el periodo de flujos positivos de capitales y de altos precios de materias primas.

Cuadro 12 INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL				
	2017	2018*	2019*	2020*
<b>RIN como porcentaje de:</b>				
a. PBI	29,6	26,7	26,2	25,9
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	441	414	479	500
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	378	321	370	378
<b>Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):</b>				
a. Privada	16,7	15,3	14,9	14,4
b. Pública	15,3	15,3	15,2	15,4

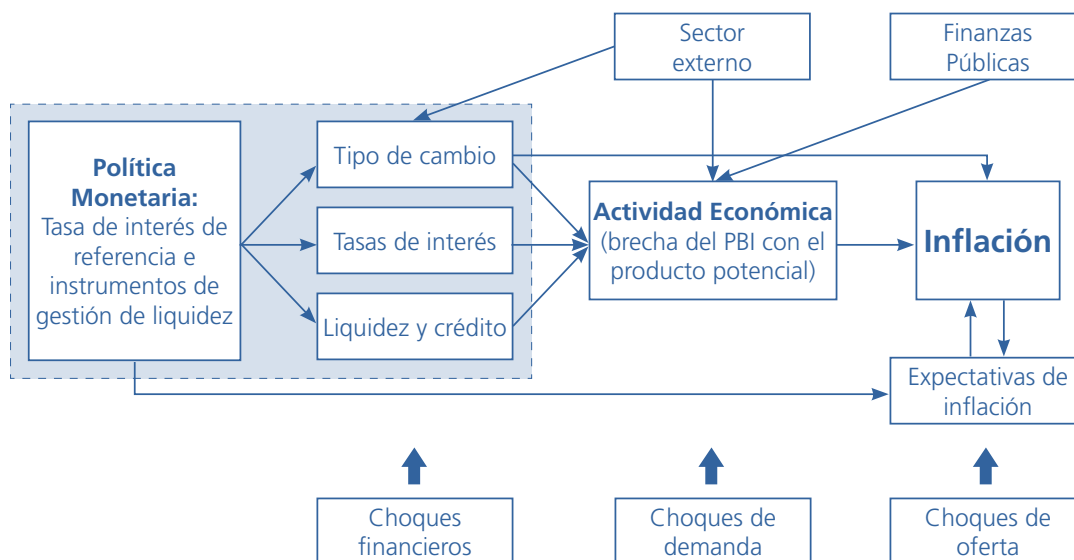
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.  
\* Proyección.

18. A noviembre el nivel de las reservas internacionales bajó en US\$ 4 234 millones respecto a diciembre de 2017, por el retiro de depósitos en moneda extranjera del sistema financiero (en US\$ 3 944 millones) y del sector público (en US\$ 1 496 millones), en el contexto de vencimiento de operaciones Repo de monedas y mayor uso de fondos locales por parte de los bancos y de uso del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) y menor uso de desembolsos para atender el pago del servicio de deuda. Estos retiros fueron parcialmente compensados por el aumento de la posición de cambio del BCRP (en US\$ 1 151 millones). Con esta evolución, para fines de 2018 se proyecta que se mantendría un nivel de reservas menor que el del cierre de 2017, tendencia que se revertiría a partir de 2019 y se espera una mayor acumulación de reservas para 2020.



## Capítulo II

# POLÍTICA MONETARIA Y MERCADOS FINANCIEROS



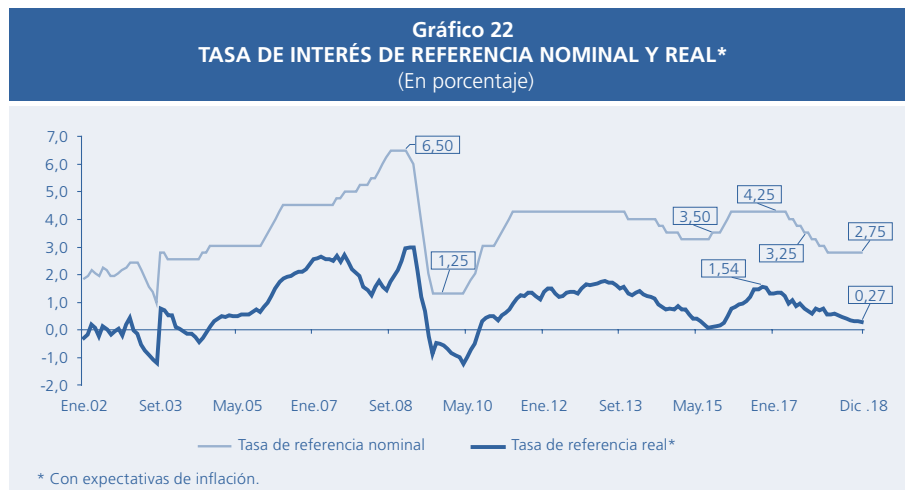


## II. Política monetaria y mercados financieros

### Acciones de política monetaria

19. Entre setiembre y diciembre de 2018, la política monetaria del BCRP continuó manteniendo una posición expansiva, con el objetivo de garantizar que la inflación y sus expectativas se mantengan dentro del rango meta, en un contexto de actividad económica que continúa por debajo de su potencial.

Así, el Directorio del BCRP mantuvo la **tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento entre setiembre y diciembre. Estas decisiones estuvieron en línea con los últimos comunicados de política monetaria en los que el Directorio reiteró que *“considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria en tanto las expectativas de inflación permanezcan ancladas en un entorno en el que el nivel de actividad económica se encuentre debajo de su potencial”*. Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés real se ubicó alrededor de 0,3 por ciento en este periodo, por debajo de su nivel neutral estimado en 1,75 por ciento. Esta posición de política monetaria expansiva es consistente con un nivel de inflación alrededor de 2,0 por ciento, en un contexto de brecha del producto negativa.



20. La decisión de mantener una posición expansiva de política monetaria tomó en cuenta los siguientes factores:
- i. La tasa de **inflación interanual** y los indicadores de tendencia inflacionaria se ubicaron dentro del rango meta. Así, la inflación sin alimentos y energía se ubicó alrededor de 2,0 por ciento.
  - ii. Las **expectativas de inflación** se ubicaron dentro del rango meta.
  - iii. Los **indicadores de la actividad económica** mostraron signos temporales de menor dinamismo en el tercer trimestre y el nivel de la actividad económica se mantuvo por debajo de su potencial. En este contexto, la brecha del producto estimada para el tercer y cuarto trimestres continúa siendo negativa, lo que indica que se mantiene la ausencia de presiones inflacionarias de demanda.
  - iv. Un mayor riesgo respecto a la **actividad económica mundial** y una mayor volatilidad financiera, asociados a las recientes tensiones comerciales y a la incertidumbre, respecto a los mercados financieros internacionales.

### Operaciones Monetarias

21. Las **operaciones del Banco Central** lograron mantener la tasa de interés del mercado interbancario en el nivel de la tasa de referencia de política monetaria. Además, recientemente se ha venido inyectando liquidez por medio de operaciones Repo (de valores y de monedas) a plazos de hasta 2 años con la finalidad de evitar presiones al alza en las tasas de interés en los mercados de créditos a 90 y 180 días.

**Cuadro 13**  
**SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP**

	Saldos (millones de S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.17	Set.18	Nov.18	Dic.17	Set.18	Nov.18
1. CDBCRP	30 747	25 961	27 231	3,96	2,73	2,67
2. Depósitos <i>overnight</i>	1 592	2 478	1 879	2,00	1,50	1,50
3. Repos de Monedas	16 680	6 858	7 158	4,88	3,72	3,73
a. Regular	8 900	4 908	5 208	5,27	3,69	3,71
b. Expansión	4 050	150	150	5,07	5,80	5,80
c. Sustitución	3 730	1 800	1 800	3,75	3,60	3,60
5. Subastas de fondos del Tesoro Público	1 200	3 300	3 200	4,49	3,42	3,96

Al cierre de noviembre, la emisión primaria creció 7,3 por ciento con respecto al mismo mes del año anterior, lo cual significó un flujo de S/ 3 866 millones.





Los principales factores que explican este incremento son el vencimiento neto de CDBCRP (S/ 8 083 millones) y la colocación neta de Repos de Valores (S/ 3 640 millones), lo cual fue parcialmente compensado con el vencimiento neto de Repos de Monedas (S/ 10 322 millones). Por su parte, el Sector Público ha convertido a moneda nacional sus depósitos en moneda extranjera (US\$ 4 407 millones) para cubrir sus necesidades de financiamiento de 2018.

**Cuadro 14**  
**CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**  
(Millones de soles)

	Saldos				Flujos	
	Nov.17	Dic.17	Set.18	Nov.18	Nov.18/ Set.18	Nov.18/ Nov.17
<b>I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b>	<b>203 435</b>	<b>206 132</b>	<b>191 204</b>	<b>200 728</b>	<b>4 883</b>	<b>-12 139</b>
(Millones de US\$)	62 983	63 621	57 941	59 387	1 447	-3 596
<b>II. ACTIVOS INTERNOS NETOS</b>	<b>-150 283</b>	<b>-148 925</b>	<b>-135 101</b>	<b>-143 710</b>	<b>-3 968</b>	<b>16 005</b>
<b>1. Sistema Financiero en Moneda Nacional</b>	<b>-14 747</b>	<b>-9 727</b>	<b>-12 999</b>	<b>-13 396</b>	<b>-397</b>	<b>1 352</b>
a. Compra temporal de valores	2 460	5 420	6 115	6 100	-15	3 640
b. Operaciones de reporte de monedas	17 480	16 680	6 858	7 158	300	-10 322
c. Valores Emitidos	-32 858	-30 235	-23 493	-24 775	-1 282	8 083
i. CDBCRP	-32 858	-29 400	-23 493	-24 775	-1 282	8 083
ii. CDRBCRP	0	-835	0	0	0	0
d. Otros depósitos en moneda nacional	-1 830	-1 592	-2 478	-1 879	599	-49
<b>2. Sector Público (neto) en moneda nacional</b>	<b>-31 011</b>	<b>-43 271</b>	<b>-44 245</b>	<b>-43 011</b>	<b>1 234</b>	<b>-12 000</b>
<b>3. Sistema Financiero en Moneda Extranjera</b>	<b>-54 332</b>	<b>-56 599</b>	<b>-38 335</b>	<b>-45 226</b>	<b>-5 954</b>	<b>10 940</b>
(Millones de US\$)	-16 621	-17 331	-11 617	-13 380	-1 764	3 241
a. Depósitos en moneda extranjera	-16 251	-17 207	-11 617	-13 380	-1 764	2 870
b. Valores Emitidos	-371	-124	0	0	0	371
i. CDLDBCRP	-371	-124	0	0	0	371
<b>4. Sector Público (neto) en moneda extranjera</b>	<b>-41 142</b>	<b>-28 855</b>	<b>-25 753</b>	<b>-24 750</b>	<b>1 625</b>	<b>18 279</b>
(Millones de US\$)	-12 737	-8 906	-7 804	-7 322	482	5 415
<b>5. Otras Cuentas</b>	<b>-9 051</b>	<b>-10 473</b>	<b>-13 769</b>	<b>-17 328</b>	<b>-477</b>	<b>-2 566</b>
<b>III. EMISIÓN PRIMARIA (I+II)<sup>1/</sup></b>	<b>53 152</b>	<b>57 207</b>	<b>56 103</b>	<b>57 018</b>	<b>915</b>	<b>3 866</b>
(Var. % 12 meses)	6,5%	8,3%	8,9%	7,3%		

1/ Circulante más encaje en moneda nacional.

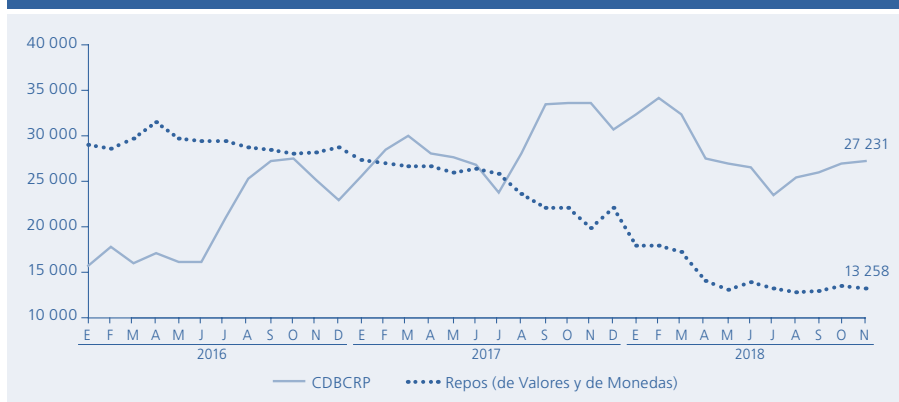
22. Como resultado de estas operaciones, el saldo de operaciones de reporte pasó a representar el 6,2 por ciento de los activos netos del BCRP al cierre de noviembre de 2018. En cuanto a la composición de los pasivos del BCRP, la disminución de los depósitos del sector público redujo su participación en los pasivos netos del BCRP a 31,7 por ciento; sin embargo, se mantienen como el pasivo más importante. Por su parte el vencimiento neto de los instrumentos de esterilización del BCRP pasaron a representar 13,6 por ciento del total de pasivos, reflejando así la posición expansiva de la política monetaria.

**Cuadro 15**  
**BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP\***  
 (Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.16	Dic.17	Jun.18	Set.18	Nov.18
<b>I. Activos netos</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Reservas Internacionales Netas</b>	<b>87,8</b>	<b>90,3</b>	<b>93,2</b>	<b>93,6</b>	<b>93,8</b>
<i>En millones de US\$</i>	61 686	63 621	59 079	57 941	59 387
<b>Repos</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>
<b>II. Pasivos netos</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>1. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>33,5</b>	<b>31,7</b>	<b>34,0</b>	<b>34,1</b>	<b>31,7</b>
En moneda nacional	12,1	18,5	20,6	20,8	19,3
En moneda extranjera	21,4	13,3	13,4	13,3	12,4
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>32,9</b>	<b>29,6</b>	<b>25,7</b>	<b>23,8</b>	<b>26,2</b>
En moneda nacional	4,5	5,0	5,2	4,8	5,0
En moneda extranjera	28,4	24,6	20,5	19,0	21,2
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>11,0</b>	<b>14,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>
CD BCRP	9,7	13,5	12,8	12,7	12,7
CDLD BCRP	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
CDR BCRP	0,3	0,4	0,2	0,0	0,0
Depósitos <i>overnight</i> y a plazo	0,9	0,7	0,8	1,2	0,9
<b>4. Circulante</b>	<b>18,1</b>	<b>20,1</b>	<b>21,7</b>	<b>22,7</b>	<b>21,7</b>
<b>5. Otros*</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>

\* Incluye intereses, descuentos y ganancias netas.

**Gráfico 23**  
**OPERACIONES REPO Y DE COLOCACIONES DE CDBCRP**  
 (Saldos en millones de S/)



### Tasas de interés

23. Las **tasas de interés** se mantienen por debajo de sus promedios lo que es consistente con la posición expansiva de la política monetaria. Cabe precisar que las tasas en el mercado monetario mostraron cierta presión al alza por el aumento de la demanda de créditos en soles y por expectativas de alzas futuras de la tasa de referencia. En este contexto el BCRP ha venido renovando sus operaciones de repos de monedas y de valores a plazos de hasta 2 años.



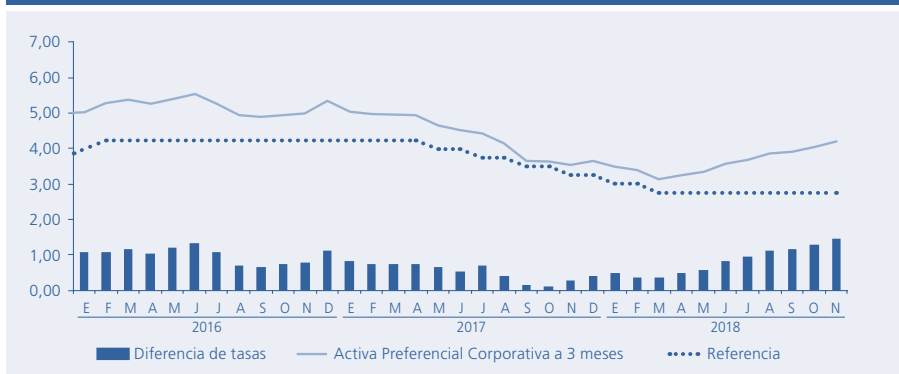


**Cuadro 16**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(En porcentaje)

		Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	3,0	2,7	2,9	2,7	2,9
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,3	3,0	2,8	3,4	3,5
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,6	3,2	3,3	3,6	3,6
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	3,6	3,1	3,6	3,9	4,2
	Corporativos	4,0	3,8	4,3	4,3	4,8
	Grandes Empresas	6,2	6,4	6,3	6,2	6,5
	Medianas Empresas	9,7	9,8	9,3	10,3	9,6
	Pequeñas Empresas	19,8	19,8	19,1	19,1	18,9
	Consumo	48,6	43,9	41,7	41,1	43,6
	Hipotecario	7,7	7,4	7,3	7,5	7,5

Fuente: SBS.

**Gráfico 24**  
**TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA DE REFERENCIA**  
(En porcentaje)



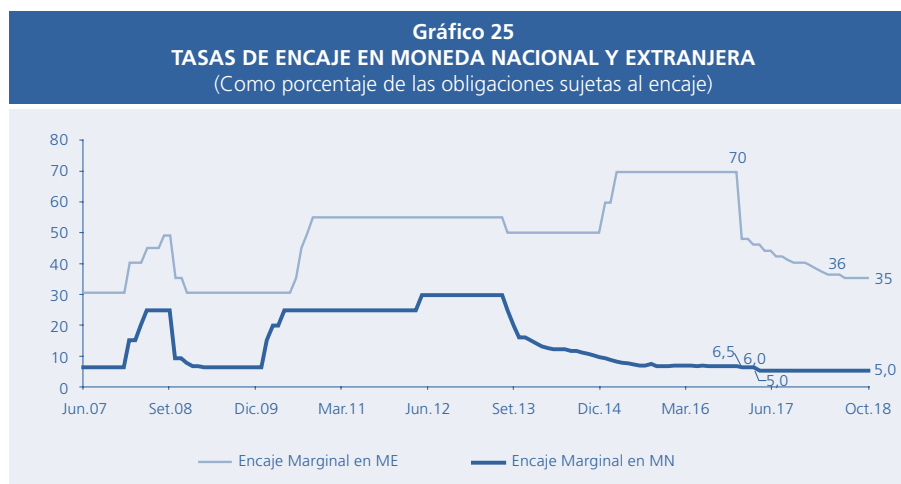
**Cuadro 17**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS**  
(Tasa de interés de referencia al cierre del año)

	29 de set.	28 de oct.	29 de nov.
<b>Sistema Financiero</b>			
2018	2,75	2,75	2,75
2019	3,25	3,25	3,25
2020	3,38	3,50	3,50
<b>Analistas Económicos</b>			
2018	2,75	2,75	2,75
2019	3,25	3,25	3,25
2020	3,50	3,50	3,50

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

24. En el caso de las tasas de interés en dólares, éstas aumentaron en línea con la tendencia alcista en los mercados monetarios internacionales. La tasa interbancaria subió de 2,0 a 2,25 por ciento entre setiembre y noviembre; mientras que las tasas Libor a 3 y 6 meses subieron en 31 y 29 puntos básicos, respectivamente.

En el caso de las tasas preferenciales corporativas a 90 días, las tasas activas y pasivas aumentaron en 31 y 40 puntos básicos, respectivamente. De igual modo, las tasas de interés de la mayoría de segmentos presentaron niveles mayores a los de los últimos meses. Las medidas de encaje adoptadas en meses previos han contribuido a aliviar el impacto del aumento de las tasas de interés internacionales en las tasas de interés en dólares en el mercado local.



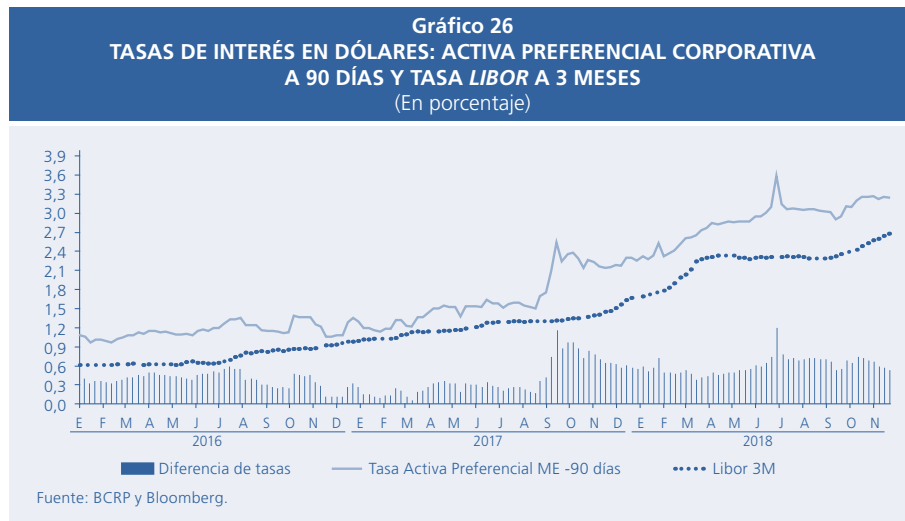
**Cuadro 18**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA**  
(En porcentaje)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18	
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	1,1	1,2	1,3	1,4	1,7
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,3	1,4	1,6	1,7	2,0
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,1	1,1	1,5	1,3	1,7
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	2,3	2,8	3,1	3,0	3,3
	Corporativos	3,2	3,0	3,4	3,7	4,0
	Grandes Empresas	5,3	5,1	5,1	5,4	5,4
	Medianas Empresas	6,4	6,7	7,1	7,3	7,1
	Pequeñas Empresas	7,3	10,1	10,2	9,9	10,8
	Consumo	32,9	34,1	33,9	34,8	36,1
	Hipotecario	5,9	5,9	5,8	6,1	6,0

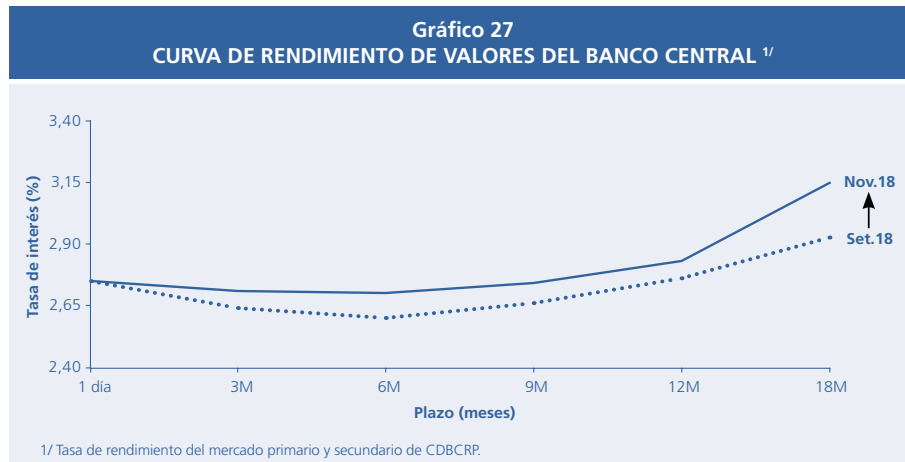
Fuente: SBS.





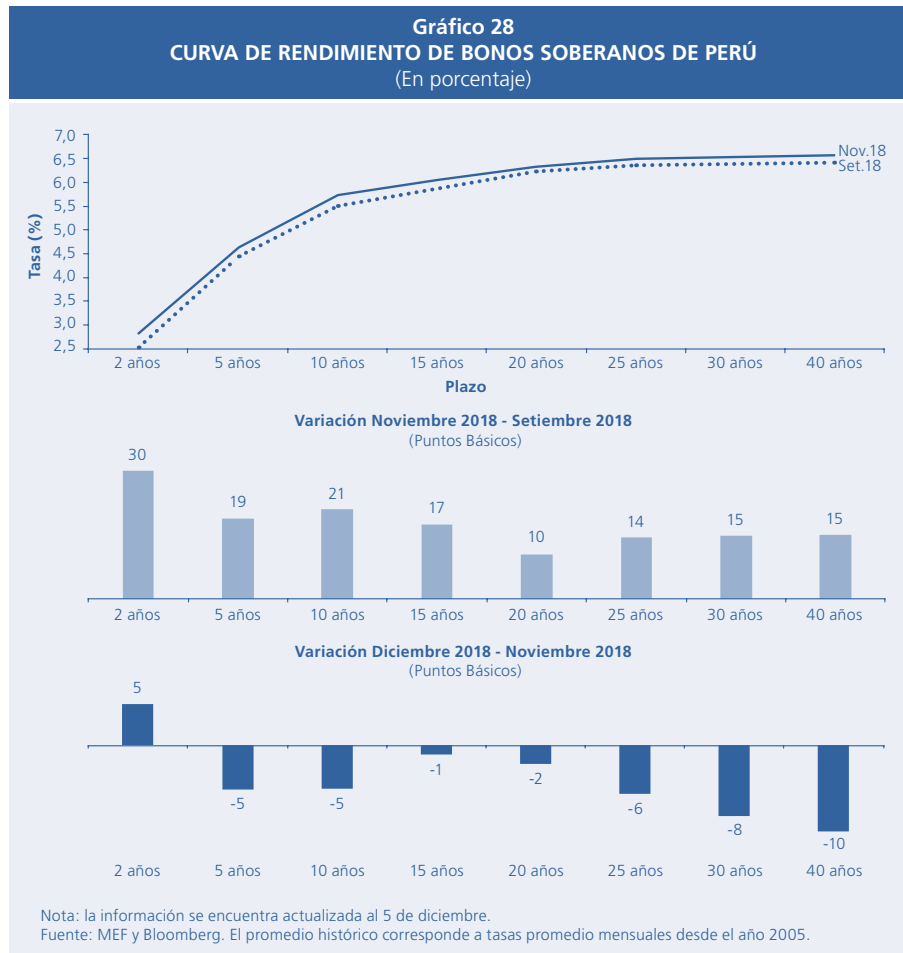


25. La **curva de rendimiento** (mercado primario y secundario) de **CDBCRP** a plazos entre 3 y 12 meses aumentó en promedio 8 puntos básicos entre setiembre y noviembre, lo que estuvo asociado a la expectativa de futuros incrementos en la tasa de interés de referencia del BCRP.



Las tasas de interés promedio de los **bonos soberanos** aumentó en 18 puntos básicos en noviembre respecto al tercer trimestre de 2018; en los primeros días de diciembre las tasas de interés han descendido en promedio 4 puntos básicos, lo que estuvo asociado a la moderación en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Cabe destacar que la demanda por los bonos soberanos permanece

estable, lo que se refleja en que los inversionistas no residentes han comprado S/ 1 123 millones entre setiembre y noviembre.



### **Crédito al sector privado**

26. El **crédito al sector privado** creció 8,1 por ciento interanual en noviembre. Por segmentos, el crédito a empresas creció 6,3 por ciento, mientras que el crédito a los hogares lo hizo en 11,1 por ciento. En el caso del crédito a personas, el crédito de consumo e hipotecario continúa mostrando las mayores tasas de expansión (13,1 y 8,3 por ciento, respectivamente). En el caso de los créditos a empresas, los segmentos con mayor dinamismo fueron el sector corporativo y gran empresa así como la pequeña y microempresa (8,0 y 6,2 por ciento de crecimiento, respectivamente).





**Cuadro 19**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL**  
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>
Corporativo y gran empresa	6,0	7,9	10,5	9,9	8,0
Medianas empresas	0,7	1,9	2,5	2,8	2,6
Pequeña y microempresa	9,5	8,8	8,1	6,3	6,2
<b>Crédito a personas</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>
Consumo	8,8	10,4	11,7	12,4	13,1
Vehiculares	-4,2	-0,6	-2,7	-1,6	-4,5
Tarjetas de crédito	3,0	3,8	5,9	8,4	11,2
Resto	13,0	14,8	15,7	15,2	15,2
Hipotecario	8,6	8,7	9,5	9,5	8,3
<b>TOTAL</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>

27. El crédito en soles ha acelerado su ritmo de expansión, mientras que el crédito en dólares ha moderado su tasa de crecimiento, lo cual es consistente con el mayor costo esperado del crédito en dólares, y tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, el crédito en soles ha acelerado su ritmo de expansión pasando de 9,9 por ciento en setiembre a 10,6 por ciento en noviembre, mientras que en dólares se ha observado lo opuesto, una caída en su tasa de crecimiento de 5,8 por ciento en setiembre a 2,1 por ciento a noviembre.

**Gráfico 29**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL**  
Tasas de variación anual (%)



**Cuadro 20**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual anual)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18
<b>Moneda Nacional</b>	<b>5,3</b>	<b>7,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>
<b>Moneda Extranjera</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>5,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>

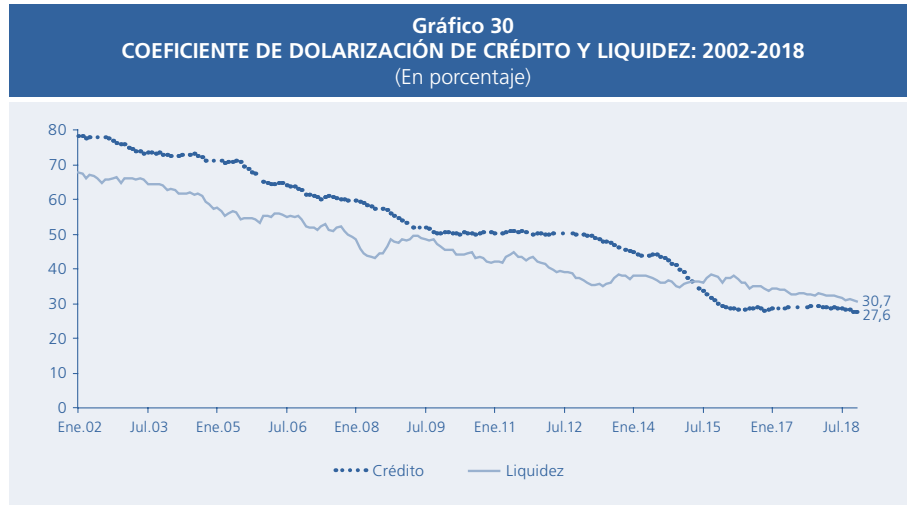
A noviembre 2018, el crédito al sector privado en moneda nacional de las empresas bancarias se incrementó en S/ 15 894 millones. Este incremento se financió principalmente por el aumento de depósitos del sector privado (S/ 8 819 millones), el vencimiento de valores del BCRP (S/ 5 292 millones), el incremento del capital neto de provisiones de la banca (S/ 4 695 millones) y el uso de moneda extranjera para adquirir moneda nacional (S/ 4 280 millones). Compensó a ello la disminución de las obligaciones con el BCRP por el vencimiento de las operaciones de reporte (S/ 8 442 millones). En el caso de moneda extranjera, el crédito se incrementó en US\$ 430 millones en el año. Este flujo positivo fue financiado por la disminución de los depósitos de la banca en el BCRP (US\$ 3 670 millones), lo cual fue contrarrestado por la disminución de los depósitos del sector privado (US\$ 1 378 millones), el uso de moneda extranjera para adquirir moneda nacional (US\$ 1 296 millones) y la reducción de activos externos netos (US\$ 231 millones).

28. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 27,6 por ciento en noviembre, menor al nivel observado en setiembre (28,1 por ciento). Esta reducción refleja tanto la menor dolarización del crédito a empresas que pasó de 39,1 por ciento en setiembre a 38,4 por ciento en noviembre, como de la dolarización del crédito a personas que se redujo de 10,6 a 10,4 por ciento. La dolarización continuó disminuyendo también en los segmentos de créditos hipotecarios y vehiculares cuyos porcentajes se redujeron en noviembre a 16,4 y 13,9 por ciento, respectivamente.

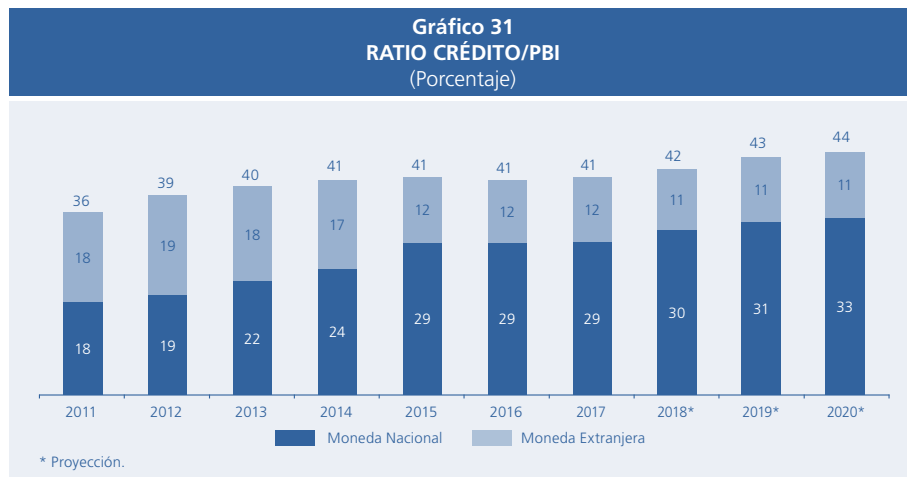
**Cuadro 21**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO**  
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>39,7</b>	<b>39,6</b>	<b>39,5</b>	<b>39,1</b>	<b>38,4</b>
Corporativo y gran empresa	53,9	53,5	53,4	52,8	51,7
Medianas empresas	40,5	40,2	40,5	39,6	39,9
Pequeña y microempresa	6,7	6,4	6,2	6,1	6,2
<b>Crédito a personas</b>	<b>11,9</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>
Consumo	6,8	6,6	6,4	6,3	6,3
Vehiculares	20,2	17,5	15,9	14,6	13,9
Tarjetas de crédito	6,9	7,1	7,2	7,2	7,5
Resto	6,0	5,8	5,6	5,5	5,4
Hipotecario	19,3	18,5	17,7	16,9	16,4
<b>TOTAL</b>	<b>29,3</b>	<b>28,9</b>	<b>28,6</b>	<b>28,1</b>	<b>27,6</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	29,3	28,8	28,8	28,5	28,4

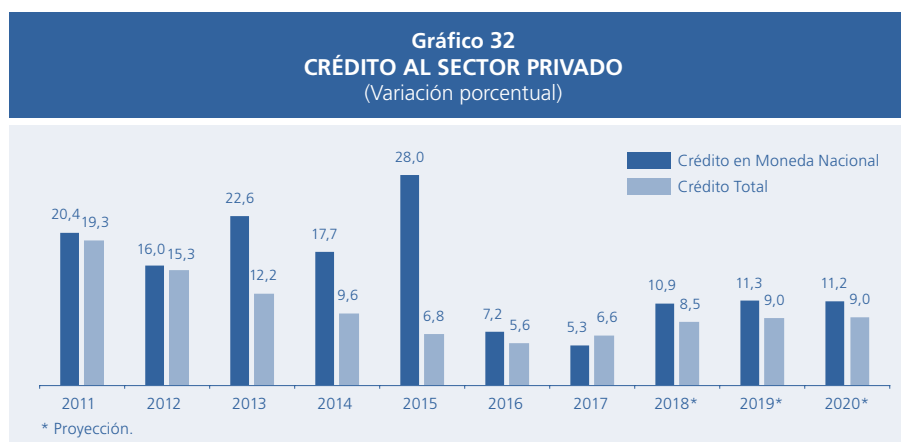




29. Para el horizonte de proyección 2018-2020, se prevé que el **crédito al sector privado** crezca a tasas mayores que el PBI nominal con lo que su ratio respecto al PBI se incrementaría de 42 por ciento a 44 por ciento en ese periodo. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y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



30. El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional para 2019 y 2020 se encuentra alrededor del 11 por ciento mientras que el crecimiento total se situaría alrededor del 9 por ciento. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose hasta alcanzar un valor de 25 por ciento a fines de 2020.



31. En noviembre el ratio de morosidad del crédito se mantuvo en 3,5 por ciento respecto al mes previo y fue superior en 0,15 puntos porcentuales respecto al registrado al cierre de 2017. La morosidad en los créditos a empresas se incrementó en 0,3 puntos porcentuales en lo que va del año, explicado principalmente por el aumento en la mora de los créditos a las medianas empresas, que pasó de 7,0 por ciento en diciembre de 2017 a 7,9 por ciento en noviembre del presente año.

**Cuadro 22**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE SOCIEDADES DE DEPÓSITO**  
(Porcentajes)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Oct.18	Nov.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,12</b>	<b>3,28</b>	<b>3,33</b>	<b>3,63</b>	<b>3,61</b>
Corporativo y gran empresa	0,47	0,41	0,47	0,57	0,57
Medianas empresas	5,28	6,10	7,02	7,91	7,85
Pequeña y microempresa	7,46	7,16	7,12	7,83	7,68
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,65</b>	<b>3,05</b>	<b>3,29</b>	<b>3,21</b>	<b>3,19</b>
Consumo	3,32	3,66	3,70	3,34	3,33
Vehiculares	4,41	5,60	6,10	4,81	4,73
Tarjetas de crédito	4,10	4,86	5,13	4,04	4,04
Hipotecario	1,84	2,28	2,78	3,04	3,01
<b>TOTAL</b>	<b>2,87</b>	<b>3,09</b>	<b>3,31</b>	<b>3,48</b>	<b>3,46</b>

Por su parte la morosidad para el crédito en soles se ubicó en 3,8 por ciento, mientras que la morosidad en dólares fue 2,6 por ciento. Para los créditos en soles destaca la morosidad de las medianas empresas (8,5 por ciento), mientras que para el crédito en dólares destaca la mayor morosidad de los vehiculares (11,2 por ciento).

En ambas monedas se contrajo la morosidad de los créditos a pequeña y micro empresa. Así, el nivel de morosidad en soles pasó de 7,5 por ciento en octubre a 7,4 por ciento en noviembre, mientras que en moneda extranjera pasó de 18,8 por ciento a 17,2 por ciento.





**Cuadro 23**  
**INDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL**  
(Porcentajes)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Oct.18	Nov.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,30</b>	<b>3,63</b>	<b>3,96</b>	<b>4,38</b>	<b>4,38</b>
Corporativo y gran empresa	0,22	0,20	0,47	0,50	0,53
Medianas empresas	5,04	6,07	7,11	8,47	8,50
Pequeña y microempresa	6,90	6,63	6,76	7,51	7,38
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,53</b>	<b>2,90</b>	<b>3,14</b>	<b>3,07</b>	<b>3,06</b>
Consumo	3,23	3,57	3,64	3,33	3,32
Vehiculares	1,91	2,58	3,90	3,62	3,64
Tarjetas de crédito	4,20	5,03	5,32	4,19	4,19
Hipotecario	1,46	1,87	2,41	2,69	2,66
<b>TOTAL</b>	<b>2,87</b>	<b>3,18</b>	<b>3,61</b>	<b>3,80</b>	<b>3,79</b>

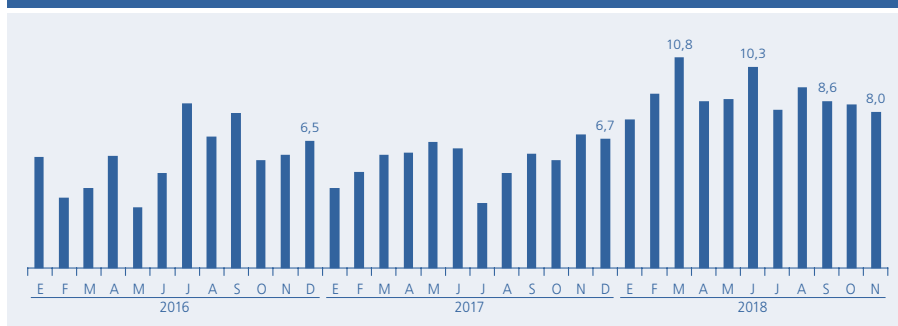
**Cuadro 24**  
**INDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA**  
(Porcentajes)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Oct.18	Nov.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>2,84</b>	<b>2,72</b>	<b>2,33</b>	<b>2,44</b>	<b>2,37</b>
Corporativo y gran empresa	0,78	0,64	0,48	0,63	0,61
Medianas empresas	5,55	6,15	6,90	7,09	6,93
Pequeña y microempresa	15,70	19,58	17,22	18,75	17,15
<b>Crédito a personas</b>	<b>3,28</b>	<b>4,08</b>	<b>4,42</b>	<b>4,44</b>	<b>4,40</b>
Consumo	4,58	5,29	4,75	3,62	3,52
Vehiculares	7,52	13,86	14,79	11,75	11,19
Tarjetas de crédito	2,62	2,59	2,59	2,24	2,30
Hipotecario	2,88	3,70	4,30	4,75	4,74
<b>TOTAL</b>	<b>2,87</b>	<b>2,84</b>	<b>2,61</b>	<b>2,69</b>	<b>2,62</b>

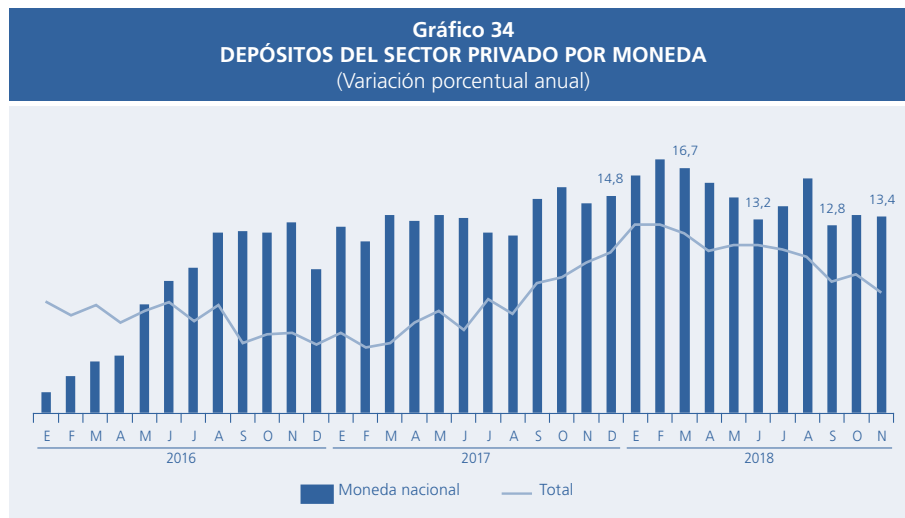
## Liquidez

32. En noviembre, el circulante creció 8,0 por ciento interanual, tasa similar a la observada en los últimos meses, y por debajo de la observada en el segundo trimestre, en línea con la evolución de la actividad económica.

**Gráfico 33**  
**CIRCULANTE**  
(Variación porcentual anual)



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 8,3 por ciento en noviembre. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 13,4 por ciento interanual en noviembre, mientras que los depósitos en dólares crecieron 0,5 por ciento, reflejando una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional, en particular en el caso de las personas.



**Cuadro 25**  
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO)**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Nov.18
Circulante (fin de periodo)	6,5	5,8	6,2	5,9	6,7	10,8	10,3	8,6	8,0
Depósitos en moneda nacional	9,8	13,6	13,3	14,6	14,8	16,7	13,2	12,8	13,4
Depósitos totales <sup>1/</sup>	4,7	4,8	5,7	8,9	11,0	12,3	11,4	8,9	8,3
Liquidez en moneda nacional	9,0	11,5	10,7	11,8	12,5	14,9	12,4	11,7	11,9
Liquidez total <sup>1/</sup>	5,1	4,9	5,2	8,0	10,1	12,3	11,4	9,1	8,3
Crédito al sector privado en moneda nacional	7,2	4,4	3,9	5,2	5,3	7,4	9,2	9,9	10,6
Crédito al sector privado total <sup>1/</sup>	5,6	4,5	4,5	5,3	6,6	7,8	9,0	8,8	8,1

<sup>1/</sup> Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2017.  
Fuente: BCRP.

El mayor ritmo de crecimiento de los depósitos en soles frente al de dólares ha contribuido a la reducción del coeficiente de dolarización de los depósitos totales a 36,9 por ciento en noviembre. Destaca la caída de la dolarización de los depósitos a empresas en casi 1 punto porcentual a 45,9 entre octubre y noviembre de 2018.







**Cuadro 26**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO**  
(Porcentajes)

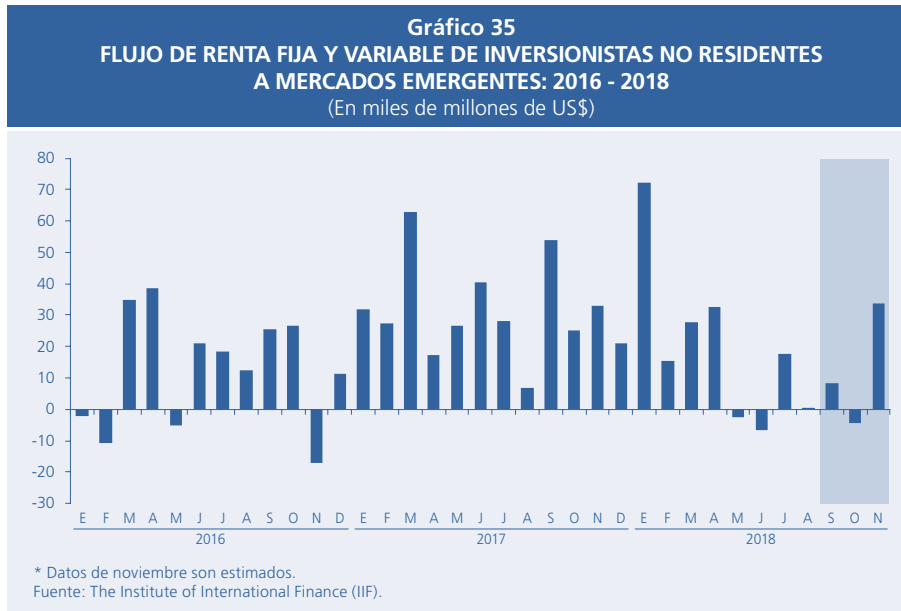
	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Oct.18	Nov.18
<b>Depósitos de personas</b>	<b>35,5</b>	<b>34,6</b>	<b>34,0</b>	<b>33,4</b>	<b>32,7</b>	<b>32,5</b>	<b>32,3</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	36,3	34,6	33,9	33,6	33,1	33,4	33,2
Vista	51,3	47,1	45,6	47,3	44,9	44,7	43,0
Ahorro	39,1	38,7	37,5	37,4	36,1	35,8	35,9
Plazo	30,2	30,3	29,6	28,7	28,7	29,0	29,1
CTS	29,4	26,7	26,9	25,3	25,3	25,2	23,9
<b>Depósitos de empresas</b>	<b>53,4</b>	<b>49,5</b>	<b>48,6</b>	<b>49,3</b>	<b>47,7</b>	<b>46,7</b>	<b>45,9</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	54,3	49,5	48,5	49,6	48,1	47,7	47,0
Vista	51,3	47,1	45,6	47,3	44,9	44,7	43,0
Ahorro	56,7	52,6	60,0	54,5	72,5	39,0	42,5
Plazo	61,8	58,9	56,9	56,6	54,9	57,4	59,9
<b>TOTAL</b>	<b>41,5</b>	<b>39,5</b>	<b>38,9</b>	<b>38,6</b>	<b>37,7</b>	<b>37,3</b>	<b>36,9</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	42,4	39,5	38,8	38,9	38,1	38,3	37,9

### Mercados financieros internacionales

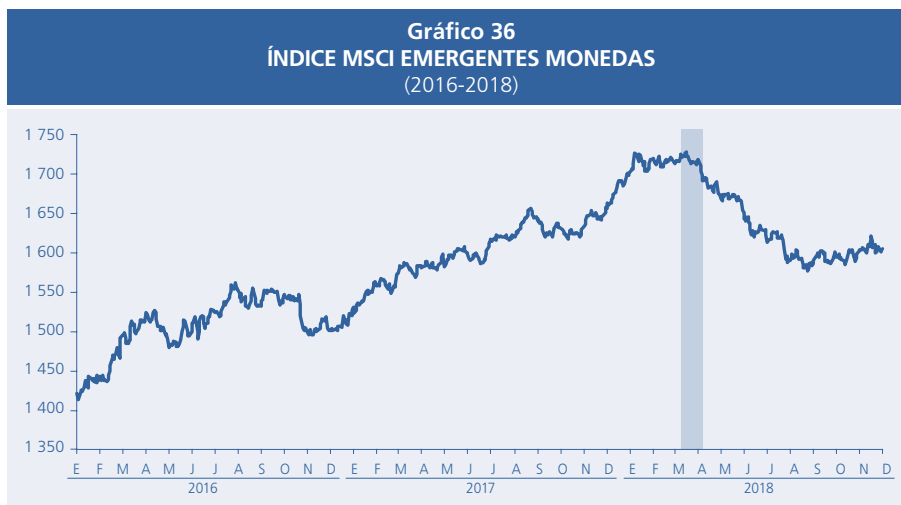
33. Entre los meses de octubre y noviembre, los mercados financieros se vieron afectados por un marcado incremento de la **aversión al riesgo**. Esta mayor aversión se explica por el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, por algunos eventos políticos (en particular en Europa) y por acontecimientos geopolíticos (en Irán y Arabia Saudita, principalmente). Asimismo, al igual que en meses precedentes, los mercados estuvieron afectados por los cambios en las expectativas en torno al ciclo de ajuste de la tasa de interés de la Fed.

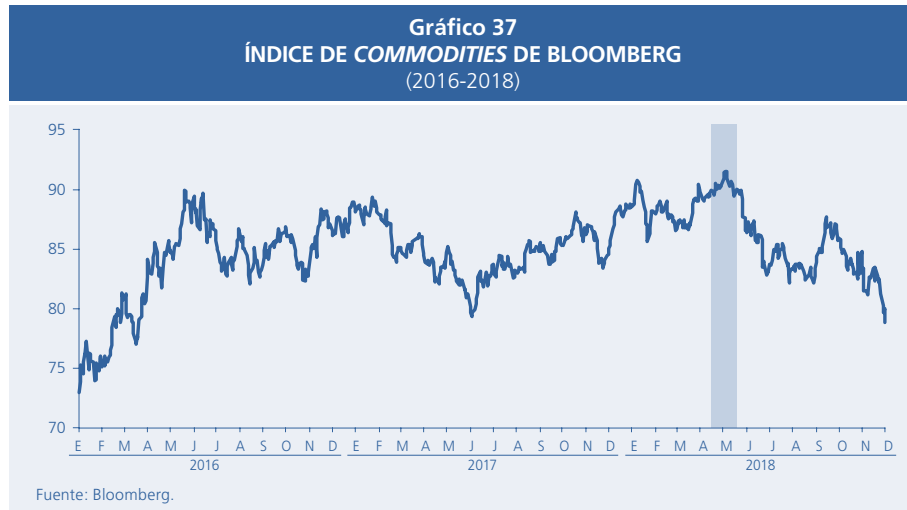
En términos generales, estos factores determinaron la apreciación del dólar, la caída de las bolsas, la reducción de los rendimientos de los bonos soberanos de las principales economías desarrolladas y las correcciones en los precios de los *commodities*. Las economías emergentes, por su parte continuaron registrando una menor entrada de capitales con respecto a los niveles observados a inicios del presente año<sup>1</sup>, lo que se reflejó en sus principales mercados de activos (bolsas y bonos).

<sup>1</sup> Destaca la entrada de capitales tanto en renta variable como en renta fija en China e Indonesia, mientras que Taiwán, Corea e India registraron salidas de capitales.

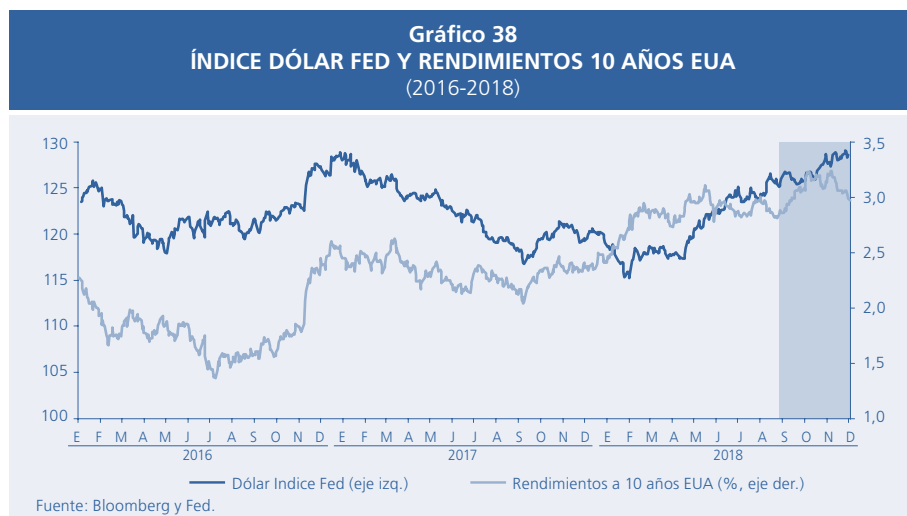


34. En el presente año, los activos de economías emergentes se han visto afectados por la mayor aversión al riesgo y las mayores tasas de interés en dólares, así como por los temores de contagio financiero ante los episodios de fuerte depreciación en Turquía y Argentina, debido a las vulnerabilidades macroeconómicas de dichos países. Dado lo anterior, el dólar se ha apreciado en forma generalizada.





35. Entre setiembre y diciembre, el **dólar** se apreció 1,2 por ciento respecto a la canasta de monedas y acumula en el año una apreciación de 4,5 por ciento. Respecto a las economías desarrolladas, la apreciación del dólar obedeció principalmente a las expectativas de que la Fed realice un retiro del estímulo más acelerado con respecto a los otros bancos centrales (como el BCE o el Banco de Japón). El euro se debilitó 1,4 por ciento respecto a setiembre influido, además, por las discusiones en torno al presupuesto de Italia y por cierta evidencia de desaceleración económica región (en particular en Alemania). Por su parte, la libra esterlina se depreció en mayor magnitud, afectada por la incertidumbre en torno al retiro del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).



36. Respecto a las monedas de los mercados emergentes, se observaron resultados mixtos. Destaca la depreciación del peso colombiano y mexicano. A la tendencia

global del dólar se sumó, en estos casos, la caída del precio del crudo, el ruido proveniente del ciclo político y discusiones en torno al manejo macroeconómico (manejo fiscal en el caso de Colombia y nuevo programa económico en el caso de México).

Otras monedas emergentes, como la lira turca, el peso argentino y el real brasileño, revirtieron (sólo parcialmente) la tendencia depreciatoria de los meses previos. La lira turca y el peso argentino se apreciaron por la reducción de sus desequilibrios externos, por el mantenimiento de elevadas tasas de interés domésticas y por el anuncio de medidas económicas. El real se vio favorecido por la culminación del proceso electoral.

**Cuadro 27**  
**TIPOS DE CAMBIO**

		Dic.17	Set.18	Dic.18*	Variación acumulada (%) **
Índice dólar	US Dollar Index	92,12	95,13	96,28	4,5
EURO	Euro	1,200	1,161	1,144	-4,6
REINO UNIDO	Libra	1,351	1,303	1,266	-6,3
JAPÓN	Yen	112,670	113,680	111,280	-1,2
BRASIL	Real	3,312	4,048	3,842	16,0
COLOMBIA	Peso	2 982	2 960	3 268	9,6
CHILE	Peso	615	657	691	12,4
MÉXICO	Peso	19,65	18,71	19,88	1,2
ARGENTINA	Peso	18,59	41,28	38,00	104,4
<b>PERÚ</b>	<b>Sol</b>	<b>3,237</b>	<b>3,304</b>	<b>3,349</b>	<b>3,5</b>
SUDÁFRICA	Rand	12,36	14,14	14,39	16,5
INDIA	Rupia	63,83	72,50	69,96	9,6
TURQUÍA	Lira	3,79	6,06	5,26	38,7
RUSIA	Rublo	57,66	65,57	68,27	18,4
CHINA	Yuan (onshore)	6,51	6,87	6,88	5,8
COREA DEL SUR	Won	1 066,4	1 110,0	1 121,8	5,2
INDONESIA	Rupia	13 555	14 816	14 595	7,7
TAILANDIA	Bath	32,55	32,32	32,65	0,3
MALASIA	Ringgit	4,04	4,14	4,18	3,3
FILIPINAS	Peso	49,98	53,97	53,12	6,3

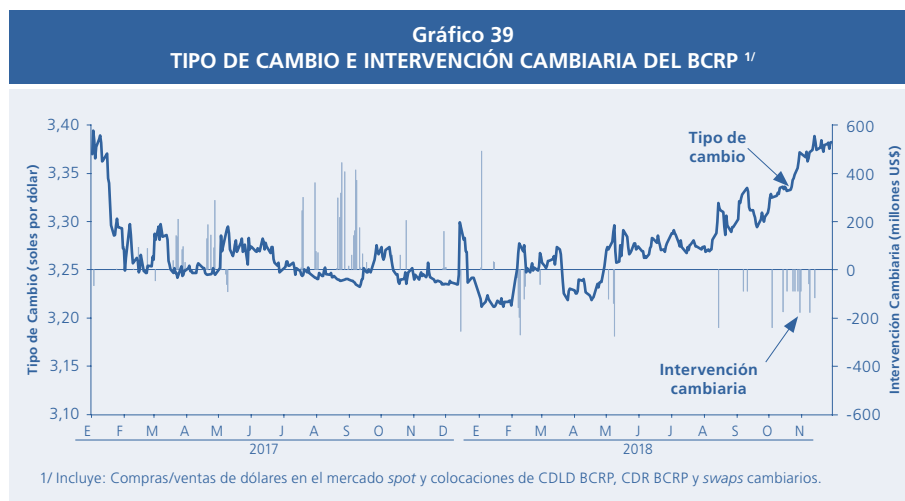
\* Al 20 de diciembre.  
 \*\* Un aumento del índice implica una apreciación del dólar, excepto en el euro y la libra.  
 Fuente: Reuters.

37. En el caso del sol, entre setiembre y diciembre de 2018, se depreció 1,4 por ciento, pasando de S/ 3,30 a S/ 3,35 por dólar. Con ello, el sol registra una depreciación acumulada de 3,5 por ciento en lo que va del año. Esta evolución del tipo de cambio se dio en un contexto de mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales por la incertidumbre política en Europa y al mantenerse las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Adicionalmente, la Reserva Federal de Estados Unidos continuó con su proceso de normalización de política monetaria.





38. En cuanto a las acciones del Banco Central en el mercado cambiario, ante la mayor volatilidad cambiaria, colocó *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 1 577 millones. Las colocaciones de estos instrumentos cambiarios se realizaron principalmente entre las últimas semanas de octubre y las primeras semanas de noviembre. El BCRP no intervino en el mercado cambiario *spot* en el periodo.



En 2018, la volatilidad del tipo de cambio ha sido menor que años previos, a pesar de la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, por lo que el BCRP ha reducido la frecuencia de sus intervenciones.

**Cuadro 28**  
**INTERVENCIÓN CAMBIARIA**

	Días de negociación	Número de días de intervención			Desviación estándar del Tipo de Cambio (anualizado var.%)	
		Mercado <i>Spot</i>	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total ( <i>spot</i> y/o colocación)		
<b>2017</b>	249	55	23	63	25%	4,5%
<b>Ene.17 - Nov.17</b>	230	53	25	61	27%	4,2%
<b>Ene.18 - Nov.18</b>	227	4	25	28	12%	3,4%

\* Al 30 de noviembre.

**Cuadro 29**  
**INTERVENCIÓN POR TIPO DE INSTRUMENTO\***  
(Millones de US\$)

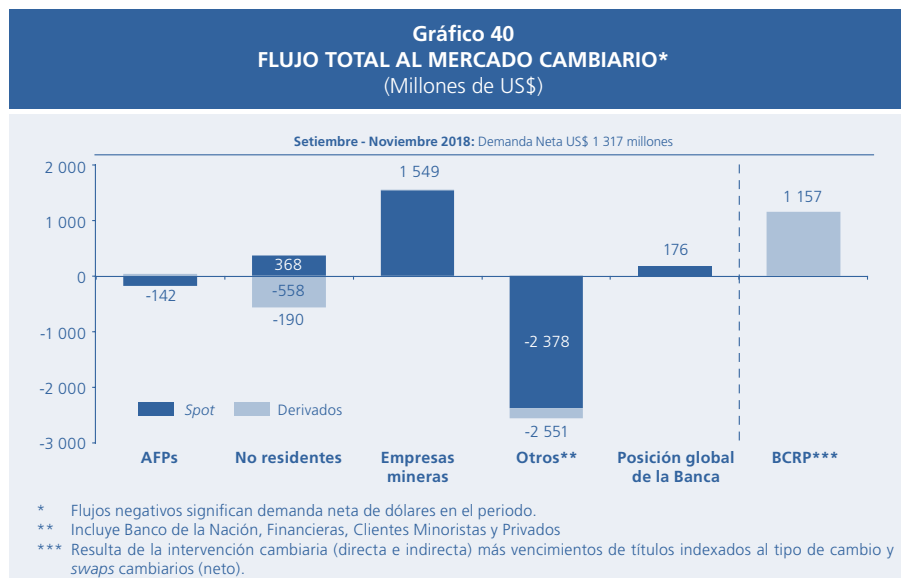
	Intervención directa: mesa de negociación (A)	Intervención Indirecta			Colocaciones totales (B)	Intervención Total (A+B)
		Colocación de CDR	Colocación de CDLD	Colocación de swap cambiario venta		
<b>2017</b>	<b>5 246</b>	<b>-368</b>	<b>1 453</b>	<b>-170</b>	<b>915</b>	<b>6 161</b>
Ene. - Jul. 2018	184	-733	381	-720	-1 072	-888
Agosto 2018	0	0	0	-241	-241	-241
Setiembre 2018	0	0	0	-180	-180	-180
Octubre 2018	0	0	0	-1 042	-1 042	-1 042
Noviembre 2018*	0	0	0	-356	-356	-356
<b>2018*</b>	<b>184</b>	<b>-733</b>	<b>381</b>	<b>-2 539</b>	<b>-2 891</b>	<b>-2 707</b>

\* Negativo indica ventas netas de dólares.

\*\* Al 30 de noviembre.

39. Con respecto a los **flujos en el mercado cambiario local**, entre setiembre y noviembre de 2018 se registró una demanda neta de dólares por US\$ 1 317 millones. La demanda provino principalmente de empresas del sector privado no financiero (US\$ 2 421 millones), y la oferta de empresas del sector minería (US\$ 1 549 millones). Por otro lado, a diferencia de periodos previos, la demanda por parte de inversionistas no residentes se redujo de forma importante (US\$ 190 millones).

**Gráfico 40**  
**FLUJO TOTAL AL MERCADO CAMBIARIO\***  
(Millones de US\$)





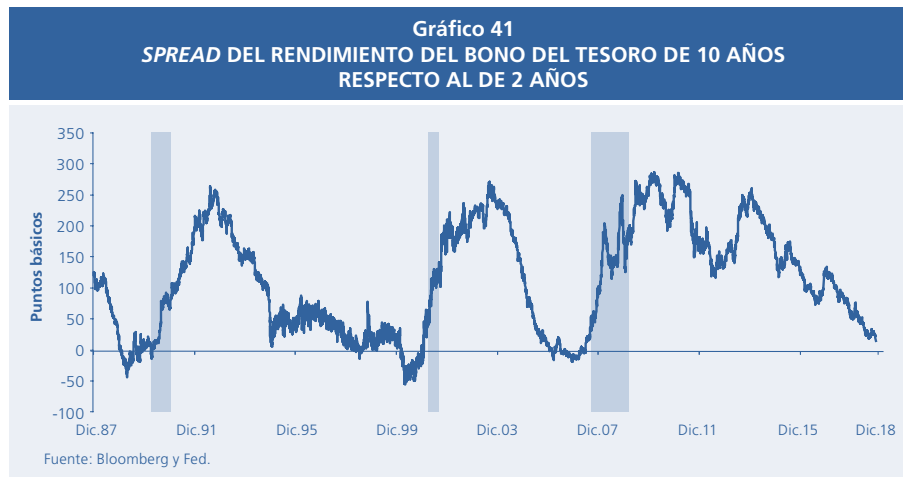
40. En los mercados de **renta fija**, los rendimientos de EUA registraron un aumento entre setiembre y octubre debido principalmente a los datos económicos positivos. Posteriormente, esta tendencia se revirtió por el incremento de la aversión global al riesgo, asociado a las tensiones comerciales y por las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell. Powell señaló que las tasas de interés de política monetaria se encuentran “ligeramente por debajo” del nivel neutral, declaración que generó expectativas de un menor ajuste de tasas para 2019.

**Cuadro 30**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**

	Dic.17	Set.18	Dic.18*	Variación acumulada (pbs.)
ESTADOS UNIDOS	2,41	3,06	2,81	40
ALEMANIA	0,42	0,47	0,23	-20
FRANCIA	0,78	0,80	0,67	-11
ITALIA	2,01	3,14	2,73	73
ESPAÑA	1,56	1,50	1,37	-19
GRECIA	4,07	4,15	4,27	20
GRAN BRETAÑA	1,19	1,57	1,26	8
JAPÓN	0,04	0,12	0,02	-2
BRASIL	10,26	11,76	9,43	-83
COLOMBIA	6,48	6,89	6,77	29
CHILE	4,55	4,55	4,32	-23
MÉXICO	7,65	7,93	8,64	99
<b>PERÚ</b>	<b>4,87</b>	<b>5,32</b>	<b>5,40</b>	<b>53</b>
SUDÁFRICA	8,86	9,25	9,37	52
INDIA	7,33	8,02	7,28	-5
TURQUÍA	11,35	17,18	16,02	468
RUSIA	3,87	4,88	5,04	117
CHINA	3,90	3,63	3,34	-57
COREA DEL SUR	2,47	2,73	2,73	26
INDONESIA	6,29	8,06	7,93	164
TAILANDIA	2,32	2,81	2,53	21
MALASIA	3,91	4,06	4,09	19
FILIPINAS	5,70	7,23	7,67	197

\* Al 20 de diciembre.  
Fuente: Bloomberg.

Es importante destacar que los rendimientos de los bonos de EUA han subido más en los tramos de menor plazo. El rendimiento del bono a 2 años subió 78 puntos básicos en lo que va del año, siguiendo las alzas de tasas de la Fed durante 2018. Sin embargo, los rendimientos de los bonos a 10 años solo subieron 40 puntos básicos, con lo cual el *spread* entre el rendimiento del bono del tesoro de 10 años y el de 2 años cayó a 13 puntos básicos, nivel similar al observado previo a la crisis de 2008.



41. Los mercados de **renta variable** de países desarrollados registraron pérdidas. Estos resultados estuvieron asociados a la mayor aversión al riesgo consecuencia de las tensiones comerciales globales, los resultados corporativos del tercer trimestre (menores a los esperados) y la caída del precio de los *commodities*.

**Cuadro 31**  
**BOLSAS MUNDIALES**

		Dic.17	Set.18	Dic.18**	Variación acumulada (%)
VIX*	S&P 500	11,04	12,12	28,38	17,3
ESTADOS UNIDOS	Dow Jones	24 719	26 458	22 860	-7,5
ALEMANIA	DAX	12 918	12 247	10 611	-17,9
FRANCIA	CAC 40	5 313	5 493	4 692	-11,7
ITALIA	FTSE MIB	21 853	20 712	18 577	-15,0
ESPAÑA	IBEX 35	10 044	9 389	8 597	-14,4
GRECIA	ASE	802	692	614	-23,5
REINO UNIDO	FTSE 100	7 688	7 510	6 712	-12,7
JAPÓN	Nikkei 225	22 765	24 120	20 393	-10,4
BRASIL	Bovespa	76 402	79 342	85 269	11,6
COLOMBIA	IGBC	11 478	12 464	10 996	-4,2
CHILE	IGP	27 981	26 886	25 708	-8,1
MÉXICO	IPC	49 354	49 504	41 683	-15,5
ARGENTINA	Merval	30 066	33 462	29 243	-2,7
<b>PERÚ</b>	<b>Ind. Gral.</b>	<b>19 974</b>	<b>19 564</b>	<b>19 085</b>	<b>-4,4</b>
SUDAFRICA	JSE	59 505	55 708	51 348	-13,7
INDIA	CNX Nifty	10 531	10 930	10 952	4,0
TURQUÍA	XU100	115 333	99 957	91 854	-20,4
RUSIA	Interfax	1 152	1 192	1 083	-6,0
CHINA	Shangai C.	3 307	2 821	2 536	-23,3
COREA DEL SUR	Seul Composite	2 467	2 343	2 060	-16,5
INDONESIA	JCI	6 356	5 977	6 148	-3,3
TAILANDIA	SET	1 754	1 756	1 596	-9,0
MALASIA	KLSE	1 797	1 793	1 651	-8,1
FILIPINAS	Pseí	8 558	7 277	7 563	-11,6

\* Variación en puntos básicos.  
\*\* Al 20 de diciembre.  
Fuente: Bloomberg.







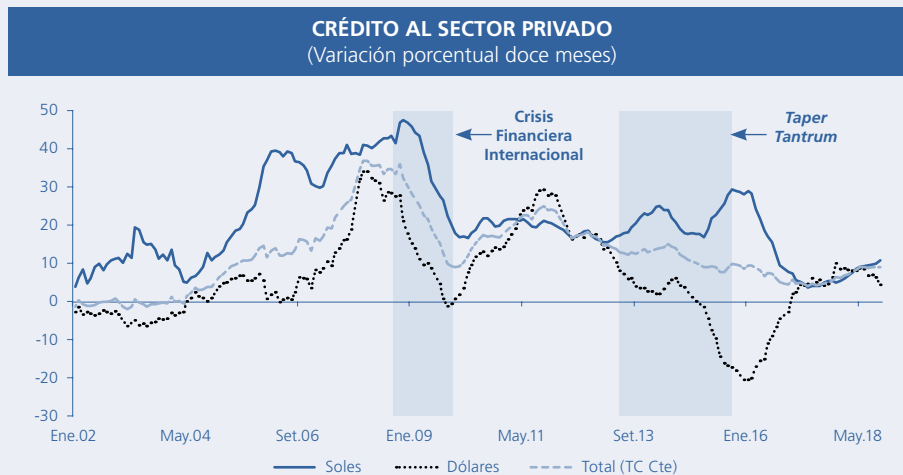
Entre setiembre y diciembre, en Estados Unidos el índice Dow Jones ha registrado una caída de 13,6 por ciento. Las acciones de empresas tecnológicas y de empresas con fuertes vínculos comerciales con China han sido las más afectadas. En Europa, las bolsas también disminuyeron por la incertidumbre en torno al *Brexit*, las negociaciones respecto al presupuesto de Italia y el resultado electoral en Alemania, factores que se sumaron a la incertidumbre en torno a la guerra comercial.

Las bolsas de países emergentes continuaron con la tendencia a la baja iniciada en febrero. Además de los determinantes globales, incidieron factores puntuales como el ciclo político (México), la caída en el precio de los *commodities* (Chile y Colombia) y la persistencia de desequilibrios macroeconómicos en algunas economías, los cuales se han acentuado con la salida de capitales de las economías emergentes.

**Recuadro 1**  
**EFFECTOS DE LAS TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES EN EL CRÉDITO INTERNO<sup>2</sup>**

En este recuadro se estima un índice de condiciones monetarias para Perú. Los resultados muestran que el aumento de las tasas de interés de la Fed, en un contexto en el que el BCRP mantiene una posición expansiva de política monetaria, no se han reflejado en condiciones crediticias más duras, sino que están induciendo a las empresas a sustituir crédito en dólares por crédito en soles, lo que reduce el impacto de las mayores tasas de interés internacionales en las condiciones crediticias domésticas. Este proceso de desdolarización del crédito, también hace más potente la transmisión de la política monetaria doméstica.

Como se observa en el siguiente gráfico, entre 2015 y 2016 se observó una significativa sustitución de crédito en dólares por soles, que redujo el ratio de dolarización del crédito de 38 a 30 por ciento. En esa oportunidad, la rápida sustitución del crédito en dólares por soles respondió, en parte, al impacto de las medidas de encaje adicional adoptadas por el BCRP con este objetivo. Una evolución similar, aunque de menor magnitud, se viene observado durante 2018, en respuesta al incremento del costo del crédito en dólares, relacionado con el incremento de la tasa de política monetaria de la Fed, el crédito en dólares se ha desacelerado entre diciembre 2017 y noviembre 2018 de 9,9 a 2,1 por ciento, mientras que el crédito en soles se aceleró de 5,3 a 10,6 por ciento.



Para cuantificar el impacto conjunto de factores domésticos, como la posición de política monetaria del BCRP, y factores externos, como la posición de política monetaria de la Fed, se estima un índice de condiciones financieras para Perú.

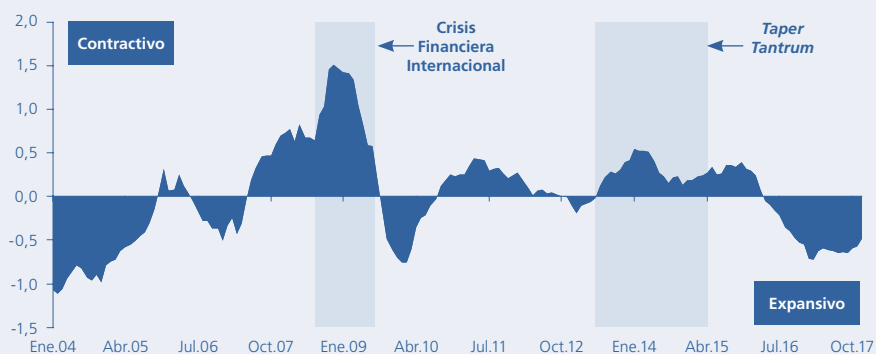
2 Recuadro basado en el documento de trabajo "Estimación de un Índice de Condiciones Monetarias para el Perú" de Rafael Nivín y Fernando Pérez Forero.





Hatzius *et al.* (2010)<sup>3</sup> señala que un Índice de Condiciones Financieras (ICF) debe resumir la información contenida en distintas variables relacionada a la situación actual y futura del sistema financiero. Idealmente, debería medir choques financieros (cambios exógenos en las condiciones financieras), los cuales pueden afectar la evolución futura de la actividad económica y de la inflación. Este Índice estimado toma como punto de partida el capítulo 3 del *Global Financial Stability Report (GFSR)* de octubre de 2017 del Fondo Monetario Internacional, en donde se especifican las variables principales que se utilizan para obtener este ICF en el caso de economías avanzadas y otras economías emergentes, todo ello obtenido mediante la metodología propuesta por Koop y Korobilis (2014)<sup>4</sup>. En nuestro caso, debemos controlar también por variables financieras que capturen el efecto de la dolarización financiera.

### ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS PARA EL PERÚ (2004-2017)



### VARIABLES FINANCIERAS UTILIZADAS EN EL ICF

Crédito total (TC Constante)  
Crédito comercial  
Crédito comercial/Activos  
Crédito consumo  
Crédito consumo/Activos  
Crédito hipotecario  
Crédito hipotecario/Activos  
Morosidad  
Total Activos  
Precio de viviendas  
Portafolio de AFP/PBI

Índice bursátil BCRP  
Capitalización bursátil/PBI  
Crédito minería/PBI  
Bonos/PBI BCRP  
Crédito/PBI  
*Spread Credit Default Swaps*  
*Spread Embig*  
*Spread Tasa interbancaria-Referencia*  
*Spread Tasa activa-Tasa pasiva*  
Volatilidad BVL (GARCH)  
Volatilidad Tipo de Cambio (GARCH)

Fuente: BCRP, SBS y Bloomberg.

3 Hatzius, Jan, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, Kermit L. Schoenholtz, and Mark W. Watson, "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis," NBER Working Papers 16150, National Bureau of Economic Research, Inc July 2010.

4 Koop, Gary and Dimitris Korobilis, "A new index of Financial conditions," *European Economic Review*, 2014, 71 (C), 101-116.

Los resultados de la estimación del índice de condiciones financieras para Perú, muestran que éstas se endurecieron durante los episodios de Crisis Financiera Internacional (2008-2009) y del *Tapering* (2013-2015), los cuales están asociados a una fuerte depreciación del sol, que en un contexto de dolarización financiera, elevan el costo del crédito en dólares. Por otro lado, en la actualidad la posición expansiva de la política monetaria medida a través de la reducción de la tasa de interés de referencia (de 4,25 por ciento en mayo de 2017 a 2,75 por ciento en marzo de 2018) y la reducción de los encajes en dólares (de 70 por ciento en diciembre de 2016 a 35 por ciento en junio de 2018) han contribuido a flexibilizar las condiciones financieras domésticas, que se ha reflejado en una recuperación de la demanda por crédito en particular del crédito en soles, a pesar del incremento de las tasas de interés internacional.

Como se mencionó previamente, esto refleja en parte, la sustitución de crédito en dólares por crédito en soles, cambio de portafolio que es mucho más notorio en segmentos tales como pequeña y microempresa (PYMES) y mediana empresa.

#### FLUJO DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO

Segmento	2016		2017		2018*	
	Millones (S/)	Millones (US\$)	Millones (S/)	Millones (US\$)	Millones (S/)	Millones (US\$)
PYMES	221	-125	198	-38	285	-46
Medianas	2 471	-567	459	-224	754	-137
Grandes	-884	261	-1 417	959	653	318
Corporativas	1 129	846	-332	1 865	3 127	351
<b>Total</b>	<b>2 937</b>	<b>415</b>	<b>-1 091</b>	<b>2 562</b>	<b>4 819</b>	<b>486</b>

\* Al mes de Setiembre.  
Fuente: RCC.

En el caso de los sectores corporativo y gran empresa, dicha sustitución se observa con mayor intensidad en el año 2018, lo que se ha reflejado en una mayor necesidad de fondeo en soles por parte de la banca y el resto de sociedades de depósito, que han presionado al alza las tasas preferenciales en soles. Ante ello, el BCRP ha provisto de soles a la banca mediante las operaciones de inyección de soles (REPO), tanto de valores como de monedas, así como también a través de las subastas de depósitos del Tesoro Público en la banca.

A manera de conclusión, las acciones de flexibilización de la política monetaria, tanto mediante la tasa de interés, como con las reducciones de encaje, están contribuyendo a mantener condiciones monetarias flexibles, que favorecen un mayor crecimiento del crédito en soles, y con ello, una menor vulnerabilidad del sistema financiero a la volatilidad en los mercados financieros internacionales.





## Recuadro 2 EFECTO DE LAS MEDIDAS DE DESDOLARIZACIÓN DEL BCRP EN EL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO<sup>5</sup>

En este recuadro se cuantifica el efecto de las medidas de encaje adicional en moneda extranjera que adoptó el BCRP a partir de diciembre de 2014, con el objetivo de acelerar la reducción del crédito en dólares. Para ello se utiliza la base de datos de registro consolidado de créditos (RCC), la cual cuenta con un nivel de detalle bastante amplio, por lo que es posible cuantificar de forma mucho más precisa el efecto de las medidas del BCRP. Así, la granularidad de los datos permite controlar por el efecto de cambios en la distribución de crédito a nivel de bancos, empresas y condiciones macroeconómicas que cambian en el tiempo.

En diciembre de 2014, el BCRP estableció encajes adicionales en moneda extranjera que se activan si las entidades financieras no logran reducir el saldo del crédito en dólares. Cabe indicar que dichas medidas excluyen a los créditos para comercio exterior y créditos con monto mayor a US\$ 10 millones y plazo mayor a 3 años, por debajo de los umbrales establecidos por el BCRP.

### ENCAJE ADICIONAL AL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA SIN COMERCIO EXTERIOR

Fecha	Umbrales de crédito que activan encajes adicionales	Vigencia <sup>1/</sup>
A junio 2015	0,95 veces el saldo de Set.13 o 0,92 veces el saldo de Dic.14 o 100% PE o US\$ 100 MM	Vigencia 1
A diciembre 2015	0,9 veces el saldo de Set.13 o 0,85 veces el saldo de Dic.14 o 100% PE o US\$ 100 MM	Vigencia 2
A diciembre 2016	0,8 veces de saldo de Set.13 o 100% PE o US\$ 100 MM	Vigencia 3

1/ La vigencia de las medidas 1 y 2 se inicia con la circular 006-2015-BCRP publicada el 27 de enero de 2015, mientras que la vigencia 3 se inicia con la circular 041-2015-BCRP, publicada el 4 de noviembre de 2015.

Es importante señalar que las medidas de desdolarización mencionadas son de carácter prudencial y se anunciaron con anticipación, con el objetivo de generar los incentivos en las entidades financieras para reducir sus niveles de crédito en dólares.

La base de datos incluye 16 bancos y 280 mil empresas con datos mensuales entre diciembre de 2010 y diciembre de 2017, un total de 7,5 millones de observaciones empresa-mes. Entre las variables de control, se incluyen variables macroeconómicas como el diferencial de tasas de interés, crecimiento del PBI, expectativas del tipo de cambio, volatilidad del tipo de cambio, y características individuales de las empresas bancarias, como morosidad, liquidez, rentabilidad y capitalización, así como características de las propias empresas que toman créditos en dólares (identificador de comercio exterior, identificador de acceso a cobertura financiera, entre otros)

5 El contenido del Recuadro se basa en los resultados del trabajo "Evaluación del impacto de las medidas de desdolarización del crédito en Perú" de Alex Contreras, Rocío Gondo, Erick Oré y Fernando Pérez Forero, diciembre de 2018.

Las estimaciones del modelo de datos de panel con efectos fijos muestran el impacto de las medidas de desdolarización en el grado de dolarización promedio, donde, si bien ya existía una ligera tendencia a la reducción de la dolarización del crédito, las medidas permitieron duplicar el ritmo de desdolarización. La tabla siguiente muestra que, en promedio, las medidas de desdolarización de junio de 2015 redujeron el grado de dolarización del crédito en 1,1 puntos porcentuales en los siguientes 6 meses luego del anuncio, mientras que las medidas de diciembre de 2015 lo redujeron en 1,7 puntos porcentuales adicionales en los siguientes 12 meses.

Asimismo, se identifican algunos efectos diferenciados. Así, se observa que los bancos enfocados a otorgar créditos corporativos y a pequeña y microempresa son los que más reaccionaron inicialmente al programa de desdolarización en 2013, con una reducción promedio de la dolarización del crédito de 2,1 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente. Adicionalmente, la estrategia se orientó a una recomposición de monedas de aquellos créditos en dólares de mayor tamaño. Por ejemplo, las medidas de diciembre de 2015 contribuyeron a reducir la dolarización de los créditos por montos de mayor tamaño en 6,4 y 2,8 puntos porcentuales para los montos en el tercer y cuarto cuartil, respectivamente.

**TABLA: IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE DESDOLARIZACIÓN**  
(En puntos porcentuales)<sup>1/</sup>

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<b>Medida 2013</b>	<b>0,6</b>		
2013 Corporativos		-2,1*	
2013 Mype		-0,3*	
2013 Cuartil 3			-0,13***
2013 Cuartil 4			-0,05***
<b>Medida junio 2015</b>	<b>-1,1***</b>	<b>-0,9***</b>	
Jun 2015 Cuartil 4			-1,7***
<b>Medida diciembre 2015</b>	<b>-1,7***</b>	<b>-1,4***</b>	
Dic 2015 Cuartil 2			-2,0***
Dic 2015 Cuartil 3			-6,4***
Dic 2015 Cuartil 4			-2,8***
Controles macro	Sí	Sí	Sí
Controles bancos	Sí	Sí	Sí
Control tipo de banco	No	Sí	No
Control tamaño crédito	No	No	Sí
Obsv	7,231,333	6,953,027	6,953,027
Empresas	264,787	263,631	263,631

\* y \*\*\* representan significancia al 10% y 1%, respectivamente.

1/ El impacto considera desde la fecha del anuncio hasta la fecha de vigencia. Así, la medida de junio 2015 considera los meses de enero a junio y la de diciembre 2015; los meses de enero a diciembre.

Adicionalmente, las estimaciones sobre el nivel agregado de amortizaciones y nuevas colocaciones en moneda extranjera, apuntan hacia una reducción en el ritmo de nuevas colocaciones en dólares y una aceleración en el ritmo de amortización del crédito en dólares.





Esto implicaría que la desdolarización también implicó una sustitución parcial mediante el prepagó parcial anticipado de parte del crédito en dólares mediante el uso de nuevas líneas de crédito en soles.

**TABLA: ELASTICIDADES ANUALIZADAS ESTIMADAS DEL IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE DESDOLARIZACIÓN SOBRE:**

	(1)	(2)
Nuevas colocaciones en dólares	-3,88***	-3,13***
Amortizaciones en dólares	0,31***	0,28***
Tasa de crec. del crédito en dólares		-1,26***

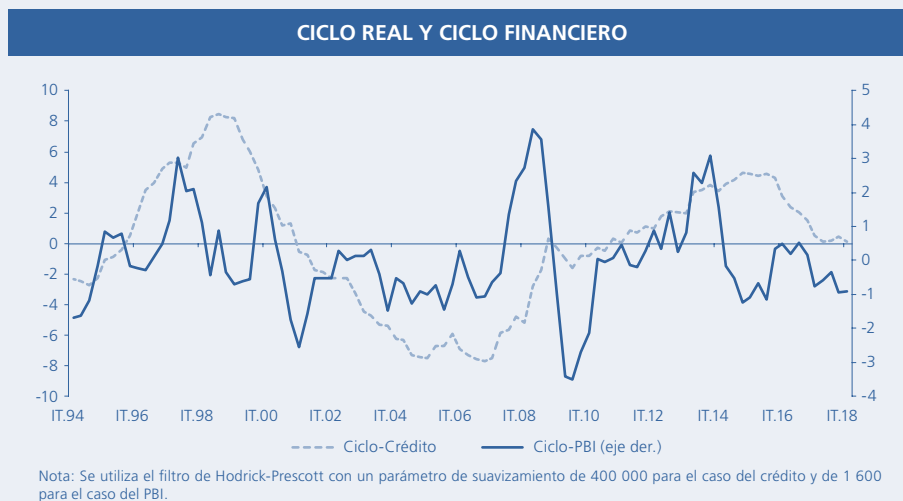
\*\*\* representa significancia al 1%. Las estimaciones de la columna (1) incluyen controles por tipo de cambio, segmento de crédito y tipo de empresa. Las de la columna (2) adicionalmente incluyen variables asociadas al tipo de cambio.

Finalmente, a la luz de la evidencia estadística anterior, se puede concluir que las medidas implementadas por el BCRP han contribuido a reducir el grado de dolarización del crédito al sector privado. Esto contribuye a un sistema financiero menos vulnerable al riesgo cambiario-crediticio y, al mismo tiempo, a que se fortalezca el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

### Recuadro 3 EL CICLO FINANCIERO EN EL PERÚ<sup>6</sup>

La medición de los ciclos financieros es de vital importancia para evaluar potenciales riesgos financieros asociados a periodos de excesivo crecimiento del crédito que introduzcan vulnerabilidades al sistema financiero. Una alerta temprana de potenciales desequilibrios ayuda a tomar acciones preventivas oportunas.

En este recuadro se estima el ciclo financiero para el Perú bajo distintas metodologías y se establece la diferencia de éste respecto al ciclo económico. En particular, el ciclo financiero se encuentra más relacionado con la evolución de precios de activos, crédito y otras variables financieras, y en menor medida con el ciclo económico. Asimismo, se detectan episodios en los cuales el crédito al sector privado muestra un ritmo de aceleración que se diferencie significativamente a la dinámica del sector real de la economía; así por ejemplo, un significativo y sostenido mayor flujo de créditos otorgados que no esté acompañado por un crecimiento similar de la economía puede indicar que dicha dinámica esté desalineada a sus fundamentos macroeconómicos y se puedan generar asignaciones ineficientes de recursos. En esa línea, se suele usar el ratio de crédito a PBI<sup>7</sup> como un indicador de la formación de vulnerabilidad asociadas al ciclo financiero.



En el caso del Perú, en el gráfico anterior se muestra la brecha del ciclo económico y la brecha del ciclo financiero a partir del ratio crédito a PBI, ambas calculadas mediante el filtro de Hodrick-

<sup>6</sup> Recuadro basado en el artículo "Ciclos Financieros en el Perú" de Fernando Pérez Forero y Diego Vilchez Neira.

<sup>7</sup> Se suele calcular como la división entre el stock de créditos otorgados al sector privado a fin de periodo (expresados en moneda doméstica) entre la suma acumulada del PBI nominal de los últimos cuatro trimestres.







Prescott<sup>8</sup>. En particular, se puede apreciar la mayor persistencia y amplitud del ciclo del crédito frente al ciclo de actividad, así como también el bajo nivel de correlación entre ambas variables.

Cabe agregar que aun cuando la correlación entre ambos ciclos no sea muy elevada, se debe tomar en cuenta que las políticas macroprudenciales tienen el objetivo de gestionar el ciclo financiero y no así el real, y así evitar mediante acciones tempranas la generación de riesgos financieros sistémicos. En línea con estos argumentos, varios bancos centrales e instituciones internacionales han tomado acciones orientadas a la prevención de estos eventos. Por ejemplo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea introdujo en 2010 el uso de reservas de capital contra-cíclicas en el marco de Basilea III, el cual se activa cuando se observa un “excesivo crecimiento del crédito”. Esta medida tiene el propósito de proteger a los bancos comerciales de las fluctuaciones del ciclo financiero y las vulnerabilidades sistemáticas asociadas, y fue también implementada en el Perú a partir de año 2012<sup>9</sup>. Un enfoque bastante usado para determinar fases de “excesivo” crecimiento del crédito-respecto al crecimiento real de la economía- involucra calcular la tendencia del ratio crédito a PBI y analizar la diferencia entre dicha estimación el ratio efectivamente observado<sup>10</sup>. Como ejercicio de robustez se realizaron las estimaciones con el filtro de Christiano y Fitzgerald (2003): “The Band Pass Filter”, *International Economic Review*, 44(2), pp. 435-465<sup>11</sup> y también una estimación bayesiana utilizando el filtro de Kalman a partir de una representación de espacio de estados siguiendo a Galati y otros, 2016: “Measuring financial cycles with a model-based filter: Empirical evidence for the United States and the euro area,” DNB Working Papers 495, Netherlands Central Bank, Research Department.

En el gráfico siguiente se muestra el ciclo financiero utilizando las tres metodologías alternativas y datos trimestrales de 1994 a 2018. Así, cada una de ellas recoge similares periodos de expansión y contracción. En primer lugar, se observa un ciclo expansivo entre los años 1994 y 1998. Luego, a partir de la crisis bancaria de 1998, empieza una fase de caída en el ciclo financiero, la cual se empieza a recuperar a mediados de la década de 2000, cuando el crédito al sector privado registraba en dicho entonces altas tasas de crecimiento. Esta fase expansiva se mantuvo hasta los años 2013-2014, en donde precisamente se llevó a cabo el episodio denominado de *Tapering*.

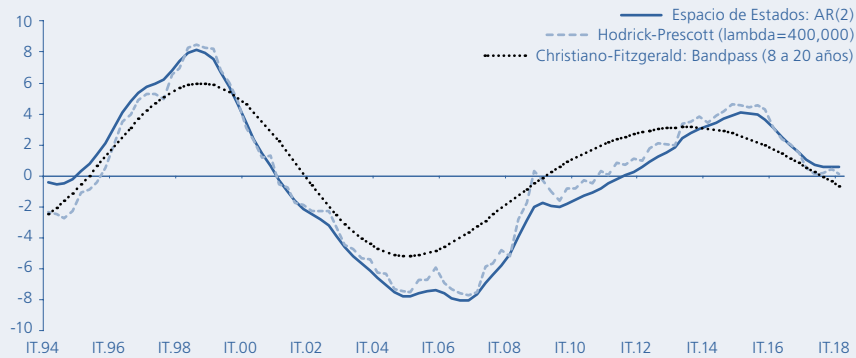
8 De acuerdo a los hechos estilizados del ciclo financiero, se suele utilizar un parámetro de suavizamiento mayor al usual en la estimación del filtro. Hodrick y Prescott (1982): “Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation”; *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), Feb. 1997, pp. 1-16, sugieren usar un parámetro con valor de 1 600 para datos trimestrales utilizando como referencia la dinámica de los ciclos de negocios (ver también Maravall y Del Río (2001): “Time aggregation and the Hodrick-Prescott filter”, Banco de España — Servicio de Estudios - Documento de Trabajo n.º 0108). En contraste, Borio y Lowe (2002): “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”. BIS Working Papers No 114, estiman que un parámetro de 400 000 recogería de manera más precisa la dinámica del ratio crédito a PBI.

9 Resolución SBS N°8425-2011.

10 Por ejemplo, el BIS calcula la brecha respecto a la tendencia de este ratio y la usa para determinar cuándo se debe acumular/des-acumular las reservas de capital. En particular, recomienda usar una desviación de 2 por ciento como regla de activación; sin embargo, también sugiere emplear el juicio de los expertos en el sector en este proceso.

11 Aikman y otros (2015): “Curbing the Credit Cycle”, *The Economic Journal*, 125(585), pp. 1072-1109, señalan que las fluctuaciones de mediano plazo que se deben considerar son aquellas comprendidas entre 8 y 20 años. Estas son las que se han considerado en la evaluación de este filtro.

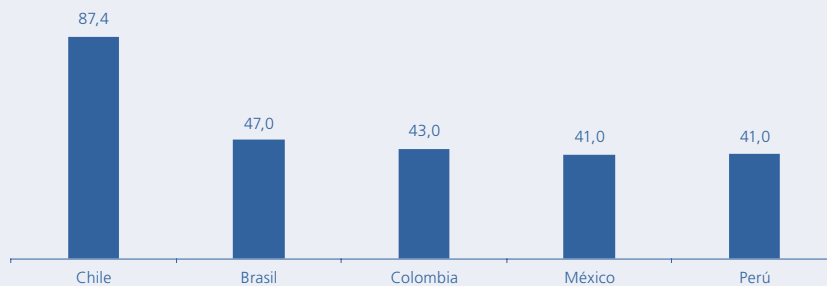
**PERÚ: CICLO DEL CRÉDITO/PBI**  
(En porcentaje)



Nota: Se utiliza el filtro de Hodrick-Prescott con un parámetro de suavizamiento de 400 000, el filtro de Bandpass que captura las frecuencias entre 8 y 20 años y el filtro de kalman con una especificación de espacio de estados que considera tendencia, estacionalidad y ciclo.

A pesar del elevado crecimiento del crédito al sector privado comparado a la evolución de la actividad económica, existe aún suficiente espacio para que el sistema financiero siga profundizándose y extendiendo la cobertura de sus servicios a mayores segmentos de la población. Este espacio se refleja, por ejemplo, en el bajo coeficiente Crédito/PBI de Perú, comparado a otros países de la región.

**COEFICIENTE CRÉDITO/PBI\***  
(Porcentaje)



\* Al tercer trimestre de 2018.  
Fuente: FMI.

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede concluir que el ciclo financiero ha comenzado una nueva fase, la que es similar a la registrada a inicios de la década pasada, con mayores tasas de crecimiento del producto, una tasa de inflación dentro del rango meta y un considerable menor grado de dolarización financiera, lo que reduce la formación de riesgos en la economía. Asimismo, todos los ejercicios empíricos muestran que actualmente no hay evidencia de un excesivo crecimiento del crédito, dado que el ciclo financiero estimado para 2018 se encuentra cerca al cero.

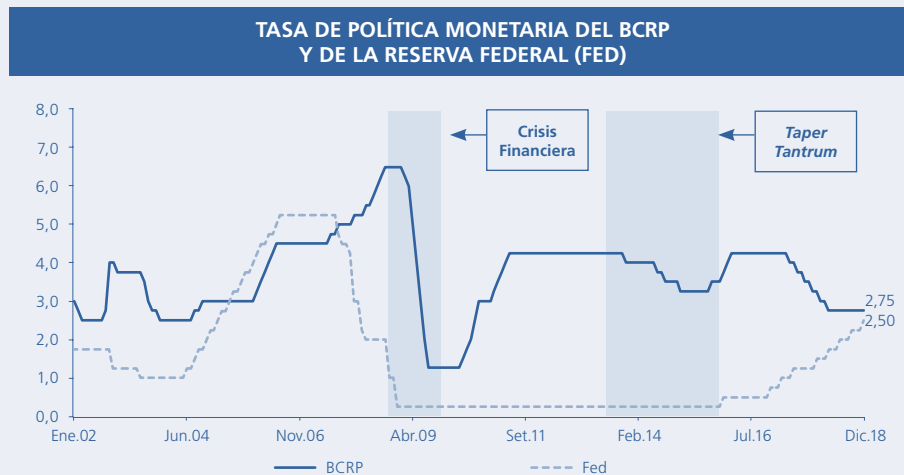




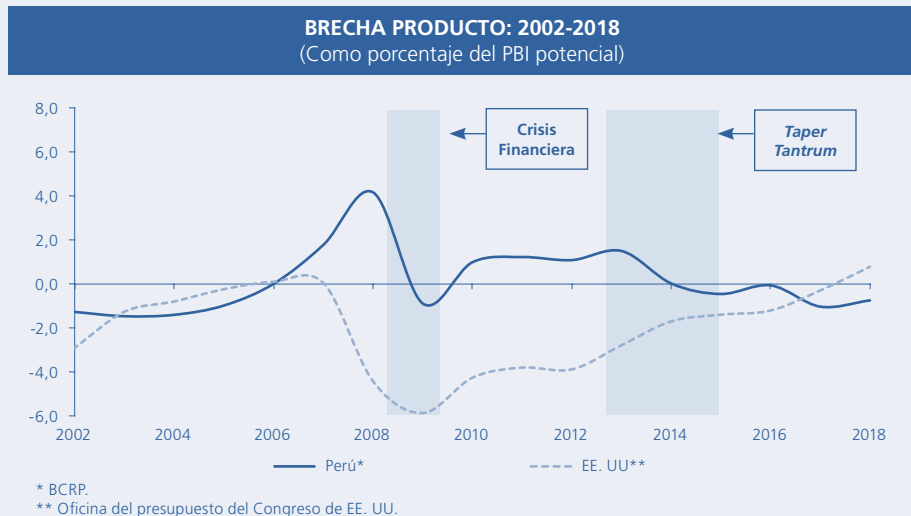
#### Recuadro 4 LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP Y LA TASA DE INTERÉS DE LA FED

En los esquemas de política monetaria de metas de inflación, como el que guía la política monetaria del BCRP, la tasa de interés de política monetaria responde a los determinantes futuros de la inflación para actuar de manera anticipada y efectiva. En tal sentido, factores internacionales, como la tasa de interés de la Fed pueden tener un efecto indirecto en la tasa de política monetaria del BCRP al afectar la brecha producto, el tipo de cambio y la inflación importada. Sin embargo, lo anterior no implica que incrementos de la tasa de interés de la Fed generen aumentos automáticos de la tasa de interés del BCRP.

De hecho, como se observa en el siguiente gráfico, los cambios de la tasa de la Fed y del BCRP han coincidido en dirección únicamente cuando sus ciclos económicos y la inflación evolucionaron de manera similar. Así, en 2008 y 2009, en respuesta a la crisis financiera internacional, tanto el BCRP como la Fed redujeron sus respectivas tasas de interés de política monetaria. En esta oportunidad, la actividad económica se desaceleró significativamente, lo mismo que la inflación, lo que requería una posición expansiva de política monetaria en ambos países. La correlación entre ambas tasas de política monetarias desde 2002 es 18 por ciento.



El siguiente gráfico muestra la evolución del ciclo económico para Perú y Estados Unidos (EE.UU.), en donde se observa la brecha del producto, indicador de actividad económica que mide potenciales presiones inflacionarias de demanda. Este indicador, fue negativo en 2009, tanto en Perú como en los EE.UU. En el caso del Perú, se observa una recuperación bastante rápida a partir de 2010, que coincide con la reversión del estímulo monetario por parte del BCRP. Por el contrario, la brecha producto en los EE.UU permaneció negativa por un periodo prolongado, lo que coincidió con un nivel de tasas de interés que se mantuvo en su nivel mínimo histórico. La correlación entre la brecha producto de ambos países es -40 por ciento desde 2002.



A partir de 2015, se observa con mayor claridad que la brecha producto en los EE.UU se cierra, y por el contrario en Perú, se vuelve más negativa, en parte, como reflejo del impacto de la caída en los precios de las materias primas, sobre la inversión privada. Consistente con sus fundamentos, la Fed inició, en diciembre de 2015, un proceso gradual de incrementos en su tasa de política monetaria, mientras que el BCRP, en respuesta a una brecha producto negativa, redujo su tasa de política monetaria desde 4,25 hasta 2,75 por ciento, entre mayo de 2017 y marzo de 2018. Durante este periodo, la posición expansiva de política monetaria del BCRP contribuyó a la recuperación en el gasto agregado, la demanda interna, y también a una aceleración de la demanda de crédito, que ha pasado de registrar un crecimiento real de 2,3 por ciento en el segundo trimestre de 2017, a 7,5 por ciento en el tercer trimestre de 2018.

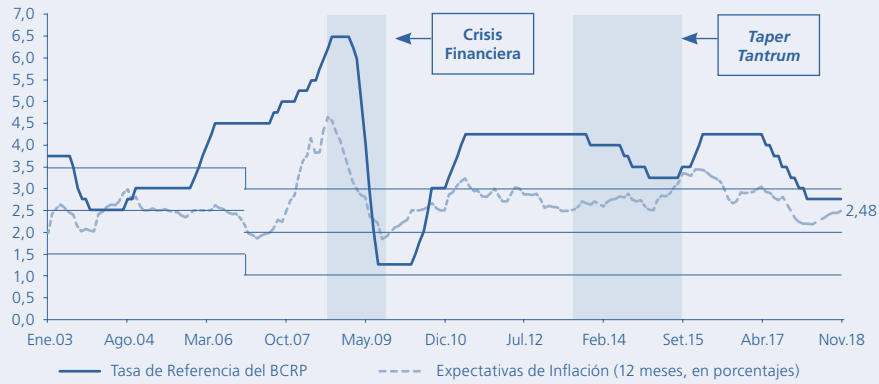
Otro determinante fundamental de la política monetaria es la expectativa de inflación en el horizonte de proyección. La correlación entre la tasa de referencia y la expectativa de inflación a 12 meses es 63 por ciento. El siguiente gráfico muestra la alta correlación entre la tasa de política monetaria y la evolución de las expectativas de inflación un año hacia adelante para Perú.

La expectativa de inflación depende de condiciones macroeconómicas como la brecha del producto, la inflación importada y el tipo de cambio, y la posición de la política monetaria. Por ello, la tasa de la Fed puede también tener un efecto indirecto sobre las expectativas de inflación, y eso llevar a cambios en la tasa de política monetaria del BCRP. Así, si el aumento de las tasas de interés de la Fed genera una depreciación persistente de la moneda local, como ocurrió durante 2014 y 2015, es probable que el BCRP responda modificando su posición de política monetaria para limitar el impacto de la persistente depreciación en las expectativas de inflación.





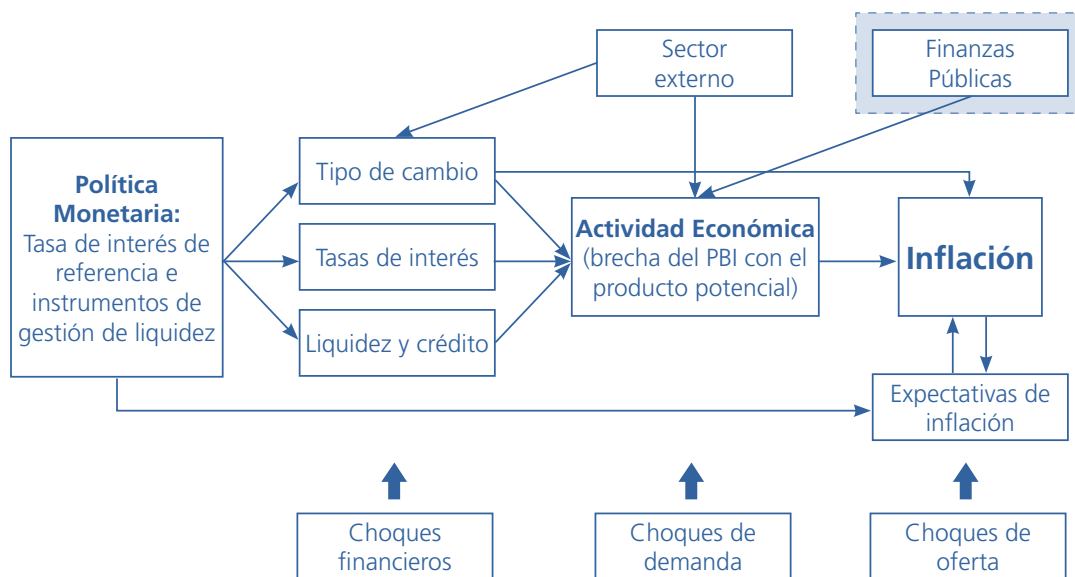
### TASA DE REFERENCIA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN: 2003-2018



Es importante recordar, por tanto, que en economías con esquemas monetarios creíbles, con sólidos fundamentos, y regímenes de tipo de cambio flexibles, la política monetaria goza de independencia para responder a las condiciones macroeconómicas domésticas. En ese sentido, la tasa de interés de la Fed es un determinante más de estas condiciones macroeconómicas, pero no determina necesariamente la dirección de la política monetaria.

# Capítulo III

## FINANZAS PÚBLICAS

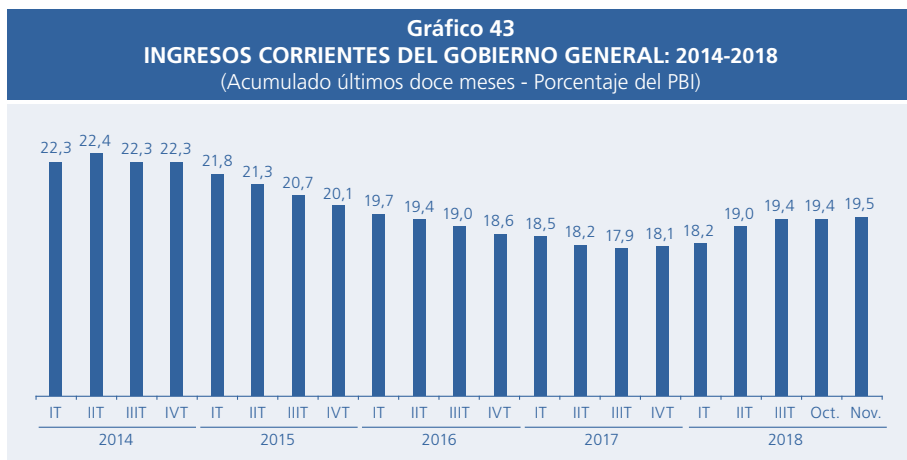
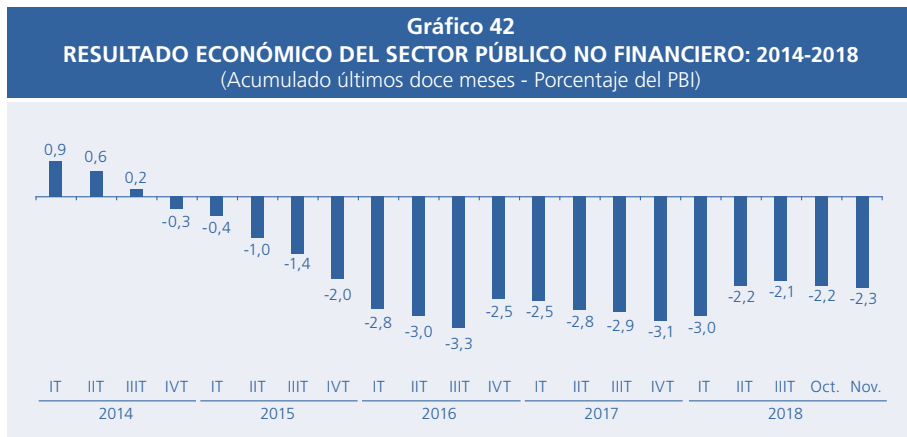


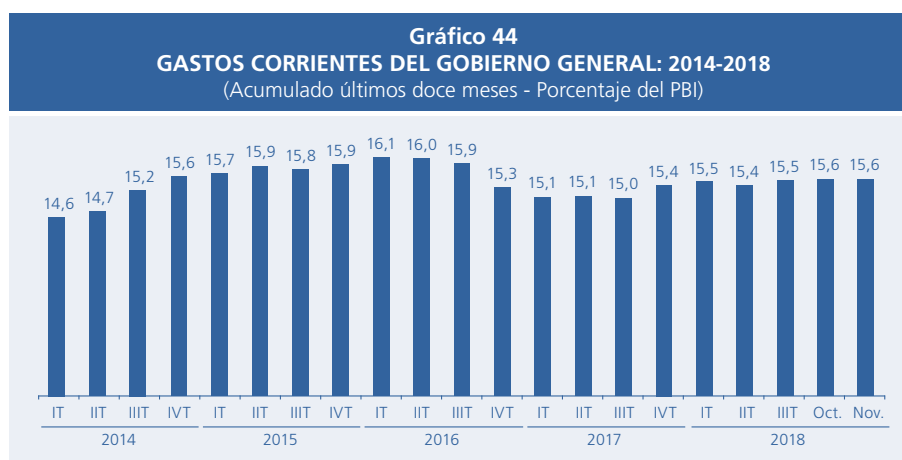


### III. Finanzas públicas

#### Evolución reciente de las cuentas fiscales

42. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses bajó desde el equivalente a 3,1 por ciento del PBI al cierre de 2017 a 2,3 por ciento en noviembre de 2018, debido al incremento de los ingresos corrientes del gobierno general de 18,1 a 19,5 por ciento del PBI, en tanto que el gasto corriente subió sólo de 15,4 a 15,6 por ciento del PBI.





De esta manera, se observa una tendencia hacia la consolidación de las finanzas públicas, por lo cual éstas registrarían resultados compatibles con la condición de solvencia, es decir, con una tendencia sostenible de la deuda pública.

43. En el periodo enero-noviembre de 2018 se registró un déficit económico de S/ 7 747 millones, monto menor en S/ 4 993 millones al déficit del mismo periodo de 2017. Ello se explica principalmente por el aumento de los ingresos corrientes del gobierno general (15,3 por ciento), en particular de los ingresos tributarios, lo que fue compensado por los mayores gastos no financieros, tanto corrientes como de formación bruta de capital, así como por el mayor pago de intereses de la deuda.

**Cuadro 32**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	Ene.-nov.			Var. %	
	2016	2017	2018	2017	2018
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>110 844</b>	<b>113 634</b>	<b>131 045</b>	<b>2,5</b>	<b>15,3</b>
a. Impuesto a la renta	33 566	32 837	38 292	-2,2	16,6
b. IGV	48 149	49 800	55 496	3,4	11,4
c. ISC	5 365	5 739	6 266	7,0	9,2
d. Otros	23 765	25 258	30 991	6,3	22,7
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>-111 594</b>	<b>-118 972</b>	<b>-128 815</b>	<b>6,6</b>	<b>8,3</b>
a. Corriente	-87 367	-92 254	-99 647	5,6	8,0
b. Formación bruta de capital	-20 780	-21 922	-25 647	5,5	17,0
c. Otros gastos de capital	-3 447	-4 796	-3 520	39,1	-26,6
<b>3. Otros</b>	<b>-783</b>	<b>648</b>	<b>-385</b>		
<b>4. Resultado Primario (=1+2+3)</b>	<b>-1 533</b>	<b>-4 690</b>	<b>1 845</b>		
<b>5. Intereses</b>	<b>-7 032</b>	<b>-8 051</b>	<b>-9 592</b>		
<b>6. Resultado Económico (=4+5)</b>	<b>-8 565</b>	<b>-12 740</b>	<b>-7 747</b>		







44. El aumento de los ingresos corrientes se explica por el crecimiento del impuesto a la renta, principalmente por la campaña de regularización por parte de las empresas mineras y del Impuesto General a las Ventas (IGV), en línea con la recuperación de la demanda interna. A ello se suma la disminución de las devoluciones de impuestos, en particular las referidas a exportaciones.

El gasto público no financiero del gobierno general aumentó en 8,3 por ciento en el periodo enero-noviembre de 2018 con respecto a igual periodo de 2017. El incremento de los gastos corrientes se explica principalmente por las mayores remuneraciones y transferencias, en tanto que la formación bruta de capital aumentó en 17,0 por ciento impulsada principalmente por la inversión en obras en infraestructura de transporte ejecutadas a nivel nacional y por el avance en las obras para los Juegos Panamericanos.

45. Se estima que en el periodo enero-noviembre de 2018 el gasto por **Reconstrucción con Cambios** ascendió a S/ 1 258 millones, lo que representa un avance de 28 por ciento del marco presupuestal anual y de 4,9 por ciento respecto al total proyectado para la reconstrucción. En particular, en lo referido al gasto de capital, se ha devengado S/ 550 millones, lo que significa un avance de 20 por ciento, destacando los proyectos ejecutados por los gobiernos locales y regionales (S/ 186 millones y S/ 185 millones, respectivamente).

Por su parte, el grado de avance de los proyectos de infraestructura deportiva de los **Juegos Panamericanos** a noviembre de 2018 es 66 por ciento del PIM. Por proyectos, los más representativos por el monto de inversión a noviembre son la Villa Deportiva Nacional (VIDENA) y la Villa Panamericana.

### Proyecciones

46. La proyección del déficit fiscal para 2018 ha bajado de 2,8 por ciento en setiembre de 2018 a 2,7 por ciento en el presente reporte. Esta tendencia favorable se explica por la mejora de las estimaciones de ingresos, que pasó de 19,1 por ciento en el Reporte de setiembre de 2018 a 19,3 por ciento en el presente. Los gastos no financieros se estima sean 20,6 por ciento del PBI, nivel cercano al proyectado originalmente.

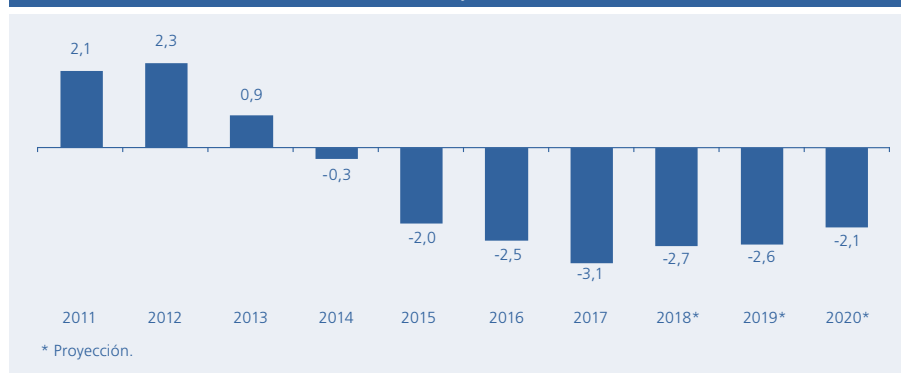
Para 2019 y 2020 se proyecta una reducción del déficit a 2,6 y 2,1 por ciento del PBI, respectivamente, destacando una disminución del peso del gasto no financiero de 20,4 por ciento del PBI entre 2018 y 2019, debido al menor dinamismo en la ejecución del gasto de los gobiernos locales y regionales en el primer año de gestión de las nuevas autoridades electas.

**Cuadro 33**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
 (Porcentaje del PBI)

	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>18,1</b>	<b>19,1</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,4</b>
Variación % real	0,4%	10,4%	11,7%	4,5%	4,0%	4,9%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general<sup>1/</sup></b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>20,0</b>
Variación % real	4,2%	6,7%	7,0%	3,2%	3,3%	2,0%
Del cual:						
Gasto corriente	15,4	15,6	15,6	15,7	15,6	15,3
Variación % real	3,9%	6,3%	6,5%	4,1%	4,2%	1,6%
Formación bruta de capital	4,0	4,3	4,4	4,1	4,2	4,2
Variación % real	1,6%	11,8%	14,6%	0,0%	-0,5%	3,8%
<b>3. Otros</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>

1/ Incluye el gasto devengado por las compensaciones netas al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).  
 \* Proyección.  
 RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 45**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2011-2020**  
 (Porcentaje del PBI)



47. Se estima que los ingresos corrientes aumentarán hasta llegar a 19,3 por ciento del PBI, tanto en 2018 como en 2019. La corrección al alza de los ingresos de 2018 respecto al reporte anterior se explica principalmente por menores devoluciones de impuestos. Asimismo, para 2019 se espera que estos niveles respecto del PBI se mantengan. Para 2020, se estima un aumento en los ingresos de 0,1 puntos porcentuales del PBI, con lo que se llegaría a 19,4 por ciento del PBI, al final del horizonte de proyección.





**Cuadro 34**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

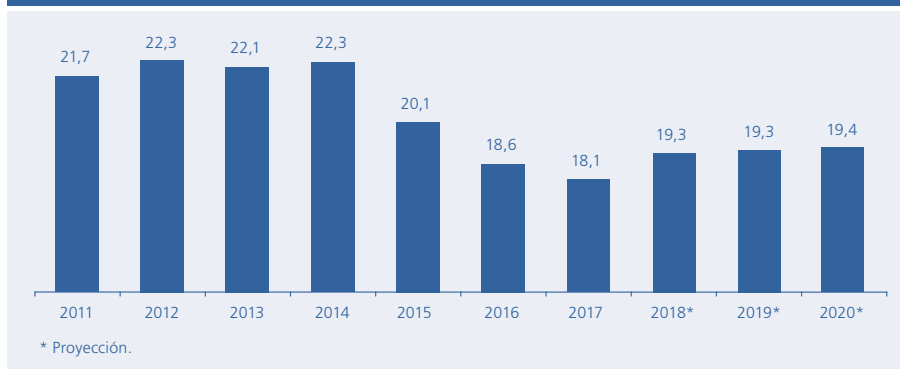
	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>13,4</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>14,5</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>
Impuesto a la Renta <sup>1/</sup>	5,3	5,6	5,6	5,5	5,5	5,6
Impuesto General a las Ventas	7,8	8,2	8,2	8,3	8,3	8,4
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	1,0	0,9	1,1	1,0	1,0
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
Devolución de impuestos	-2,5	-2,4	-2,2	-2,3	-2,2	-2,1
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
Contribuciones sociales	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Recursos propios y transferencias	1,7	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
Canon y Regalías	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Resto	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
<b>TOTAL</b>	<b>18,1</b>	<b>19,1</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,4</b>

1/ Incluye los ingresos por repatriación de capitales.

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 46**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)



48. Para 2018 se proyecta que los gastos representen 20,6 por ciento del PBI, revisándose al alza en 0,1 puntos porcentuales del PBI. Respecto a la proyección de 2017, esto representa un incremento de 0,2 puntos del PBI en los gastos corrientes (15,6 por ciento del PBI) y de 0,4 puntos del PBI en la formación bruta de capital (4,4 por ciento del PBI). Estas proyecciones incorporan la mayor ejecución de obras de los gobiernos locales, así como de los Juegos Panamericanos, y en menor medida, del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios.

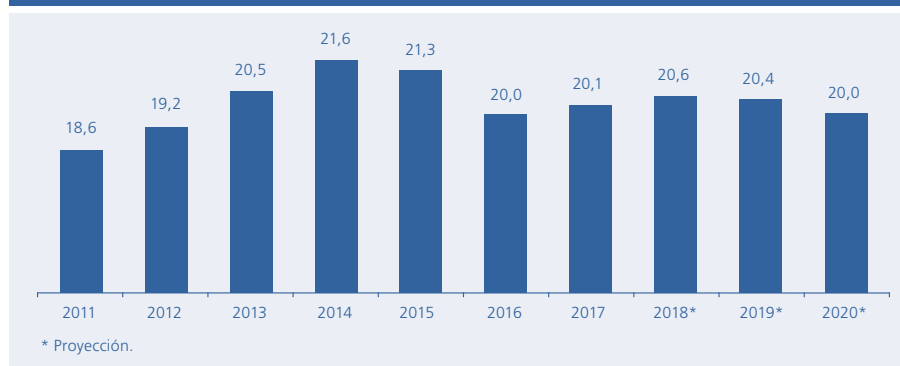
Se proyecta que en 2019 el gasto no financiero equivaldría a 20,4 por ciento del PBI, manteniéndose así lo estimado en el Reporte de setiembre. Cabe indicar, asimismo, que para 2019 se proyecta una menor formación bruta de capital respecto al año previo en consideración a que el cambio de autoridades en los gobiernos regionales y locales afectaría el ritmo de la inversión pública. Para 2020 se espera que el gasto no financiero del gobierno general sea de 20,0 por ciento del PBI.

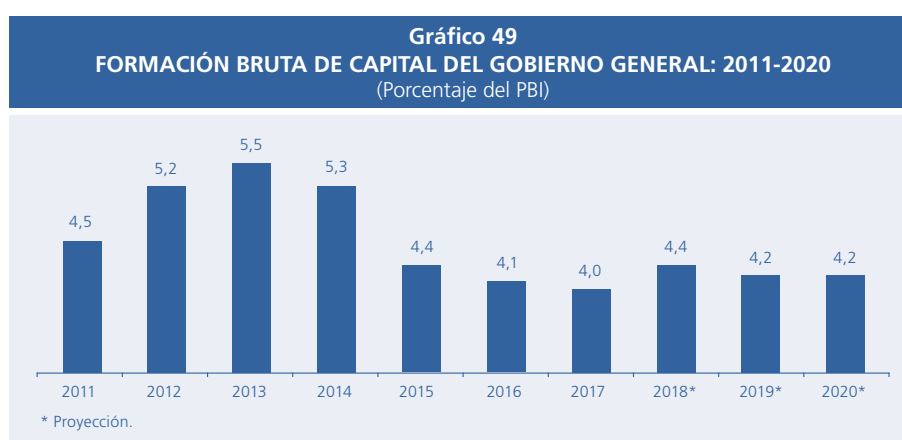
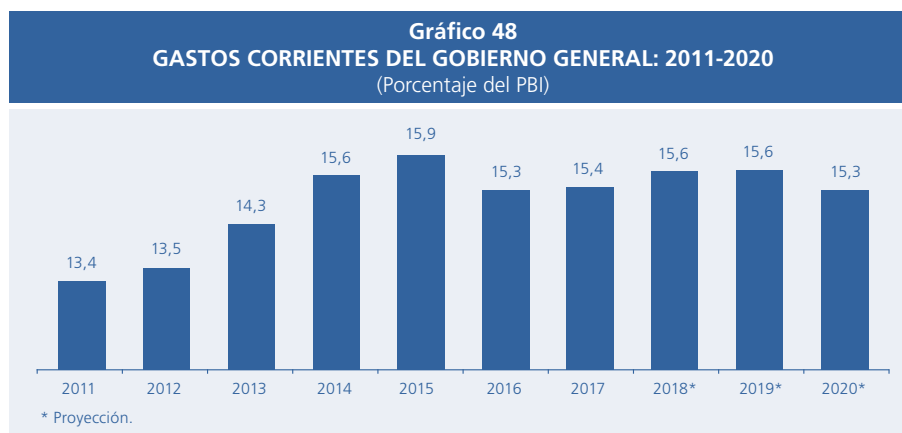
**Cuadro 35**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>15,4</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>	<b>15,7</b>	<b>15,6</b>	<b>15,3</b>
Gobierno Nacional	10,5	10,7	10,5	10,7	10,6	10,3
Gobiernos Regionales	3,3	3,4	3,4	3,2	3,4	3,3
Gobiernos Locales	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Gobierno Nacional	1,4	1,5	1,5	1,7	1,8	1,7
Gobiernos Regionales	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,8	1,9	2,0	1,7	1,6	1,7
<b>Otros</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>20,0</b>
Gobierno Nacional	12,6	12,7	12,5	13,0	12,9	12,4
Gobiernos Regionales	4,1	4,2	4,3	4,0	4,1	4,1
Gobiernos Locales	3,4	3,6	3,7	3,4	3,3	3,5

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 47**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)





**Cuadro 36**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

Principales rubros	2017	2018*	2019*	2020*
Reconstrucción Con Cambios <sup>1/</sup>	35	850	3 500	4 500
Juegos Panamericanos <sup>2/</sup>	362	833	635	-.-
Línea 2 del Metro	674	467	520	2 000
Refinería de Talara	1 961	1 986	2 700	1 690

\* Proyección.  
1/ Solo considera gastos de inversión.  
2/ Sólo considera el gasto de inversión del gobierno nacional (no incluye obras viales).

49. El resultado primario estructural busca reflejar el efecto de las decisiones de la política fiscal más allá de efectos de factores fuera de control gubernamental, como es el caso de los precios de exportación y su impacto en la recaudación del impuesto a la

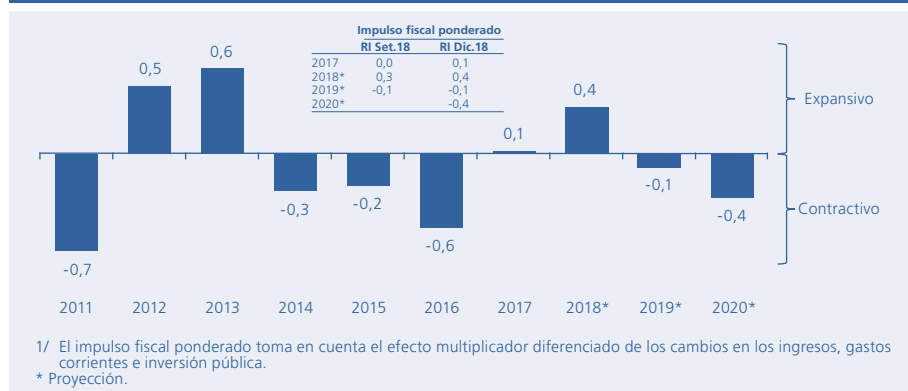
renta o el de la posición en el ciclo económico y su efecto en la recaudación tributaria. Además, el **impulso fiscal ponderado** considera los efectos multiplicadores de los cambios en los componentes estructurales de los ingresos fiscales, gastos corrientes y gastos de capital, para obtener una medición que tome en cuenta la diferencia relativa de los impactos de los cambios en estas tres variables sobre la actividad productiva. Así, entre 2017 y el 2018 el impulso fiscal ponderado pasó de 0,1 a 0,4 por ciento del PBI. Para los años 2019 y 2020 se proyecta más bien una posición contractiva, en línea con la necesidad de consolidar las finanzas públicas.

**Cuadro 37**  
**RESULTADO ESTRUCTURAL E IMPULSO FISCAL**  
(Porcentaje del PBI potencial)

	2016	2017	2018*	2019*	2020*
<b>I. Resultado Fiscal Convencional</b>					
1. Ingresos corrientes	18,6	17,9	19,2	19,2	19,4
2. Gastos no financieros	-19,9	-19,9	-20,4	-20,3	-19,9
i. Corriente	-19,9	-15,2	-15,5	-15,6	-15,2
ii. Capital	0,0	-4,7	-4,9	-4,7	-4,7
3. Otros	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Convencional	-1,4	-1,9	-1,3	-1,2	-0,7
<b>II. Resultado Fiscal Estructural <sup>1/</sup></b>					
1. Ingresos corrientes	18,5	18,0	19,2	19,2	19,4
2. Gastos no financieros	-19,9	-19,9	-20,4	-20,3	-19,9
i. Corriente	-15,2	-15,2	-15,5	-15,6	-15,2
ii. Capital	-4,7	-4,7	-4,9	-4,7	-4,7
3. Otros	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Estructural	-1,5	-1,9	-1,3	-1,2	-0,6
<b>III. Impulso Fiscal Ponderado</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>

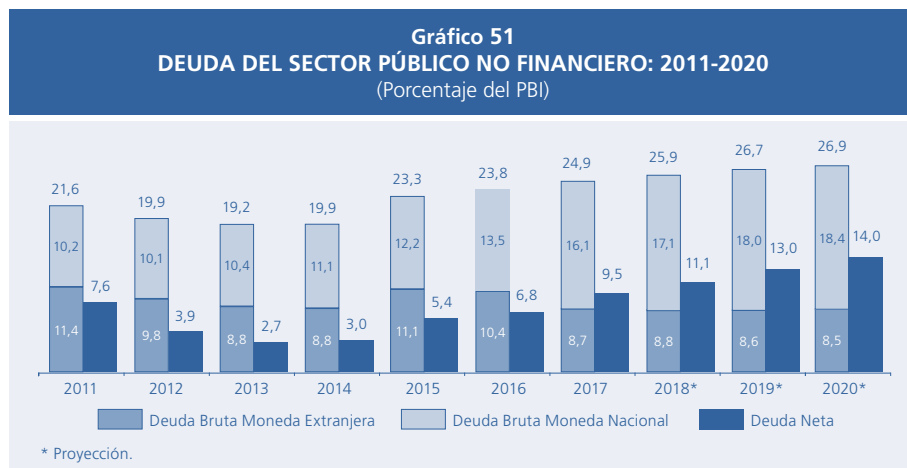
\* Proyección.  
1/ El resultado estructural es aquel que deduce los efectos transitorios vinculados al ciclo económico, así como los efectos de los precios de *commodities*.

**Gráfico 50**  
**IMPULSO FISCAL PONDERADO <sup>1/</sup>**  
(Porcentaje del PBI potencial)

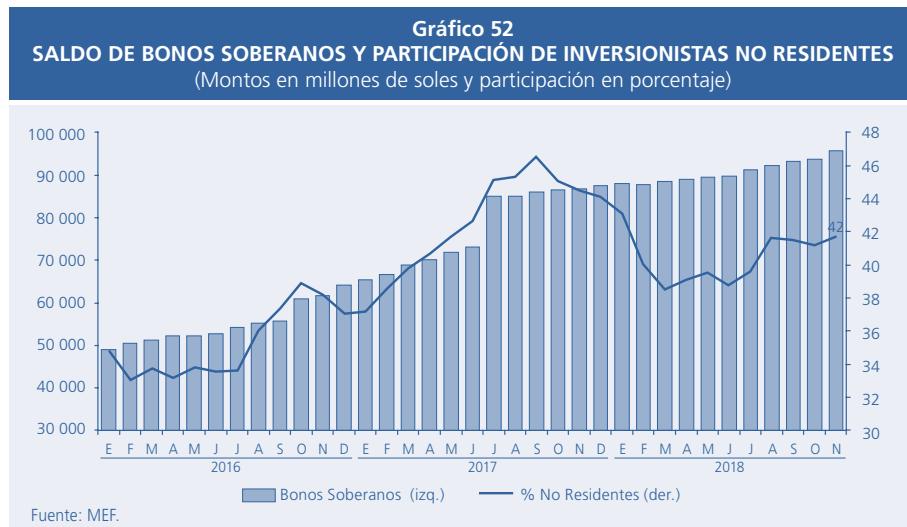




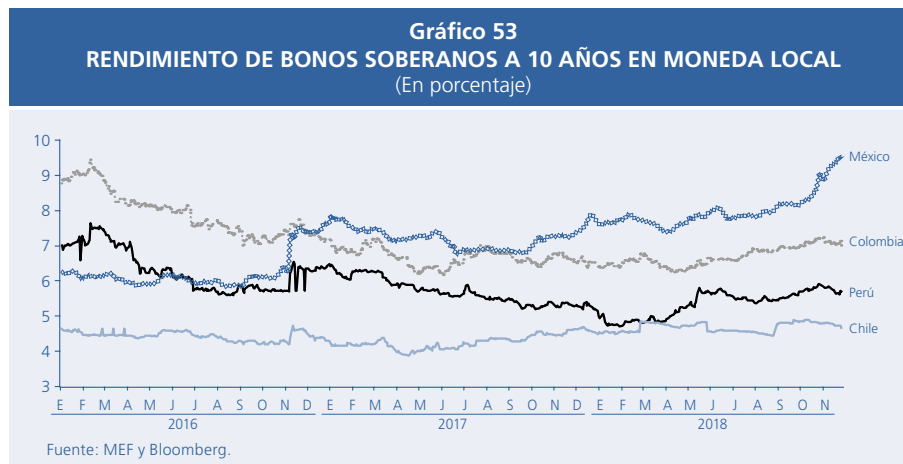
50. La deuda pública, neta de depósitos del sector público aumentaría de 9,5 a 11,1 por ciento del PBI entre 2017 y 2018. En los años 2019 y 2020 el incremento neto de la deuda pública se atenuaría por un menor déficit fiscal. El adeudado en términos brutos aumentaría a un menor ritmo, pasando de 24,9 a 25,9 por ciento del PBI entre 2017 y 2018, a 26,7 en 2019 y a 26,9 por ciento del PBI en 2020. La Ley de Responsabilidad Fiscal establece como límite a la deuda pública el equivalente a 30 por ciento del PBI.



El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 95 671 millones a noviembre de 2018, monto superior en S/ 2 291 millones al saldo del tercer trimestre de 2018. Por el lado de la demanda, los inversionistas no residentes fueron los principales demandantes de estos instrumentos, cuyas tenencias se incrementaron de S/ 38 761 millones en setiembre a S/ 39 886 millones en noviembre.



Los rendimientos de bonos gubernamentales en moneda local a 10 años en la región disminuyeron en promedio 26 puntos básicos entre setiembre y noviembre de 2018, principalmente por el buen desempeño del bono brasileño asociado a la reducción en su riesgo político. En el caso de Perú, la tasa aumentó de 5,60 a 5,67 por ciento, en un entorno volátil en los mercados financieros, sin registrarse salidas de capitales.



51. La suma de la necesidad de financiamiento del déficit fiscal más los pagos de la amortización de la deuda revela que la necesidad de financiamiento seguirá bajando en el periodo 2018-2020. Así, partiendo de un requerimiento de financiamiento de S/ 39 428 millones (5,6 por ciento del PBI) en 2017, se pasará a uno de S/ 31 157 millones (4,2 por ciento del PBI) en 2018, de S/ 24 921 millones (3,2 por ciento del PBI) en 2019 y de S/ 21 953 millones (2,6 por ciento del PBI) en 2020.

En 2018 la revisión de cifras de desembolsos y amortización respecto al Reporte de Inflación de setiembre responde principalmente a las operaciones de administración de deuda realizadas en noviembre. Mediante la primera, se recompró una parte del Bono Global BG30MAR2019 (US\$ 247 millones de un total de US\$ 396 millones), colocándose bonos soberanos por un monto de S/ 822 millones. Mediante la segunda, se recompró una parte del Bono Global BG30MAR2019 y de los Bonos Soberanos BS12AGO2020 y BS12FEB2029, y se prepagarían créditos con organismos internacionales, colocándose un bono soberano (BS12FEB2029E) por S/ 10 350 millones. La diferencia entre el monto de la colocación y las recompras y prepago constituye pre-financiamiento de las operaciones del sector público del año 2019. Un mayor detalle de esta última operación de administración de deuda se presenta en el Recuadro 5.







**Cuadro 38**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>I. USOS</b>	<b>39 428</b>	<b>24 833</b>	<b>31 157</b>	<b>25 645</b>	<b>24 921</b>	<b>21 953</b>
1. Amortización	17 695	4 199	11 479	5 189	4 390	4 043
a. Externa	13 566	1 511	4 209	3 810	3 012	1 319
b. Interna	4 130	2 689	7 270	1 378	1 379	2 723
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>818</i>	<i>1 030</i>	<i>1 183</i>	<i>650</i>	<i>650</i>	<i>550</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	21 733	20 634	19 679	20 457	20 531	17 910
<b>II. FUENTES</b>	<b>39 428</b>	<b>24 833</b>	<b>31 157</b>	<b>25 645</b>	<b>24 921</b>	<b>21 953</b>
1. Desembolsos y otros	33 080	18 006	27 137	24 339	22 202	18 427
2. Variación de Depósitos y Otros <sup>1/</sup>	6 348	6 827	4 020	1 306	2 719	3 525

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

**Recuadro 5**  
**OPERACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA DEL GOBIERNO PERUANO**  
**EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

Con el objetivo de mejorar las condiciones de la deuda del sector público, el 29 de noviembre de 2018 el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) anunció la realización de dos operaciones de administración de deuda<sup>12</sup>: oferta de recompra de Bonos del Tesoro Público (BTP) con vencimiento en los años 2020 y 2029 (incluyendo *los Global Depositary Notes* (GDN)<sup>13</sup>, y del bono global con vencimiento en el año 2019, financiados con la emisión de un nuevo bono con vencimiento en el año 2029. Adicionalmente, los recursos se aplicarían para el prepago de algunos créditos con organismos internacionales y para el prefinanciamiento de las operaciones del año 2019.

Los resultados de la primera operación se anunciaron el día viernes 30 de noviembre a las 9.00 a.m. y los bonos se liquidaron el 6 de diciembre a través de la Central Depositaria de Valores Internacional Euroclear, lo que permitió a los inversionistas no residentes participar de forma directa y realizar el pago de los valores en dólares. El precio de recompra ofrecido buscaba compensar a los inversionistas por los cupones que se dejarían de recibir y el riesgo de reinversión. En total, el MEF recompró S/ 4 433 millones de los BTP 2020 y 2029, y US\$ 0,5 millones del Bono Global 2019, para emitir en total S/ 10 350 millones de un nuevo BTP 2029.

**RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA**  
(Millones de soles)

Bonos	Oferta			Monto rescatado	
	Tasa Cupón (%)	Saldo Original*	Precio de Recompra**	Valor nominal	Saldo actual
BTP 12Ago2020	7,84	4 400,9	1 081,5	2 827,3	1 573,6
BTP 12Feb2029	6,00	1 644,8	1 025,8	1 605,9	39,0
Global 30Mar2019 (Mill. US\$)	7,13	149,2	1 020,5	0,5	148,7
BTP 12Feb2029	5,94	0,0			10 350,0
Saldo BTP (Mill. S/)		<b>6 045,7</b>		<b>4 433,2</b>	<b>11 962,6</b>
Saldo Global (Mill. US\$)		<b>149,2</b>		<b>0,5</b>	<b>148,7</b>

\* Al 31 de Octubre de 2018.

\*\* Por cada S/ 1 000 de valor nominal (BTP) y US\$ 1 000 (bono global).

12 El miércoles 28 de noviembre, mediante Resolución Ministerial N° 408-2018-EF/52 se dictaron disposiciones para la implementación de una operación de administración de deuda y emisión de bonos por un importe máximo de US\$ 3 500 millones para financiar las siguientes operaciones: recompra y/o intercambio de bonos globales y soberanos, y prepago parcial y/o total de ciertos créditos; y pre-financiamiento de los requerimientos financieros del sector público para el año fiscal 2019.

13 Los GDN son instrumentos financieros creados por un banco depositario que permite a los inversionistas extranjeros adquirir instrumentos de deuda en el mercado internacional transando en dólares y recibir los cupones del bono en dólares americanos, aun cuando la moneda de los bonos se encuentre denominado en soles y los cupones también estén previstos en soles.





Como resultado, el MEF colocó S/ 10 350 millones del nuevo BTP 2029 a una tasa cupón de 5,94 por ciento, S/ 4 433 millones a través del rescate de los BTP 2020 y 2029; y S/ 5 917 millones bajo el mecanismo de subasta. Se estima que los inversionistas no residentes adquirieron alrededor del 70 por ciento del monto emitido. El *spread* del BTP 2029 sobre el bono global peruano y el bono del Tesoro Americano equivalente asciende a 194 y 298 puntos básicos, respectivamente. La operación implica recomprar un bono con las mismas características del nuevo bono, ello para cumplir con las condiciones para acceder a la segunda etapa del acuerdo con Euroclear para la implementación del modelo *Secondary Market Link*, y para ser incluido en el Índice de J.P. Morgan que exige que la emisión inicial tenga un tamaño mayor a US\$ 500 millones. El BTP 2029 rescatado fue emitido por primera vez el 9 de julio de 2013 por S/ 1 138 millones a una tasa cupón de 6,0 por ciento y plazo al vencimiento de 15 años. El saldo del bono ascendía a S/ 1 645 millones.

#### EMISIÓN DEL BTP 2029 (5,94%)

Fecha de Subasta	29-Nov-2019
Fecha de Emisión	06-Dic-2018
Fecha de Vencimiento	12-Feb-2029
Tasa Cupón	5,94%
Emisión	S/ 10 350 millones
Precio	99,91
Tasa de Rendimiento	5,95%

#### Calificación Crediticia

-Moody's	A3
-Fitch	A

El impacto de la operación de deuda es un incremento de S/ 5 917 millones en el saldo de los BTPs y una reducción de US\$ 0,5 millones de bonos globales. Antes de la operación de deuda, al 31 de octubre las tenencias de los bonos ofrecidos en el intercambio se concentraban en las empresas bancarias (42 por ciento), seguido de inversionistas no residentes (26 por ciento). El Banco de la Nación destacaba como el principal tenedor BTPs 2029 (88 por ciento).

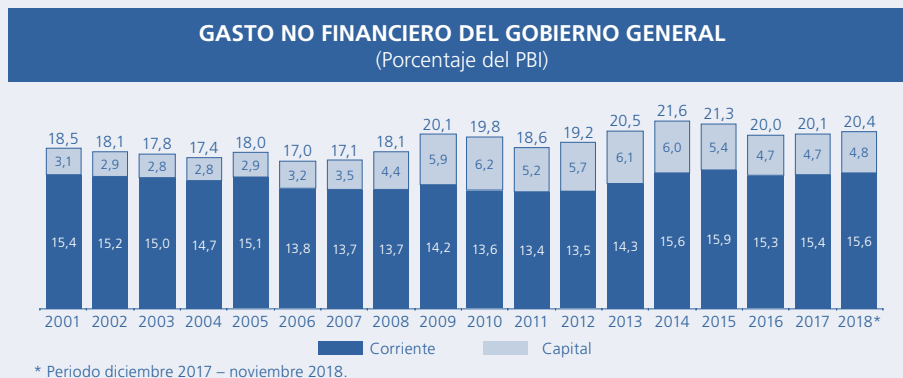
Los recursos se utilizarían para prepagar obligaciones con organismos multilaterales por un monto total de US\$ 543,4 millones. La diferencia entre el monto de la colocación (S/ 10 350 millones) y los montos recomprados de BTP 2020 y 2029 y Bono Global 2019, así como el prepago de los créditos mencionados, asciende a S/ 4 078,5 millones. Este monto se utilizaría para el prefinanciamiento de las operaciones del sector público para el año 2019.

Como resultado de la operación de administración de deuda, la deuda del sector público no financiero en moneda extranjera disminuiría de 36,2 a 34,4 por ciento. Cabe indicar que el plazo medio de los bonos soberanos y bonos globales aumentaría de 12,9 a 13,0 años.

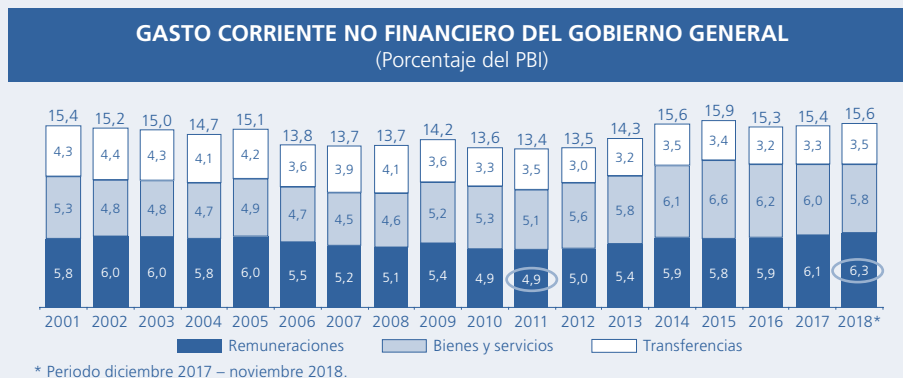
**Recuadro 6**

**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO GENERAL**

En los últimos años el gasto no financiero del gobierno general ha aumentado. Así, luego de alcanzar 18,6 por ciento del PBI a inicios de esta década (año 2011), el gasto alcanzó un pico de 21,6 por ciento del PBI al 2014 y en el periodo diciembre 2017 y noviembre 2018 alcanzó el 20,4 por ciento del PBI. Esta tendencia al alza en el gasto no financiero reflejó principalmente un aumento de alrededor de 2 puntos porcentuales del PBI en el gasto corriente no financiero.



El incremento en el gasto corriente no financiero entre el 2011 y el periodo diciembre 2017 y noviembre 2018 se debió a un aumento en las remuneraciones de 1,4 puntos porcentuales del producto, y de bienes y servicios de 0,6 puntos porcentuales.



La dinámica del gasto en remuneraciones reflejó, en parte, las reformas salariales emprendidas en importantes sectores de la administración pública, tales como la reforma de la Carrera Pública Magisterial, la política integral compensaciones y entregas económicas en el sector salud, y la estructura de ingresos para las Fuerzas Armadas y la Policía Nacional del Perú; establecidas a partir de 2012.

Por otro lado, el mayor gasto también reflejó una mayor contratación de personal en el sector público. La información disponible del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE), basada en documentos administrativos de la planilla estatal, permite descomponer el empleo público por regímenes laborales.





**EMPLEO EN EL SECTOR PÚBLICO POR RÉGIMEN LABORAL**  
(Miles de personas)

	2013	2014	2015	2016	2017
Régimen Público (DLeg276)	225	233	243	252	251
Régimen Privado (DLeg728)	160	154	152	155	153
CAS	214	230	240	259	262
Militares y Policías	143	156	159	163	165
Profesorado	204	202	209	231	240
Otros	370	360	363	373	364
<b>TOTAL</b>	<b>1 317</b>	<b>1 334</b>	<b>1 365</b>	<b>1 434</b>	<b>1 435</b>

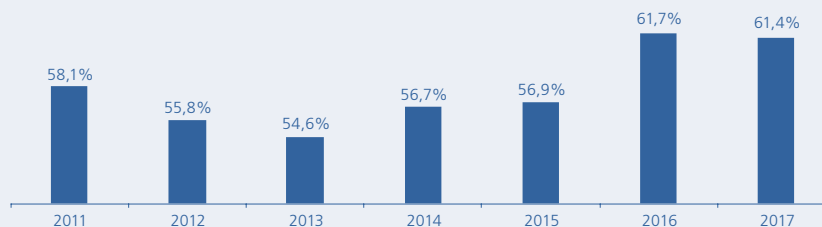
Fuente: MTPE Anuario Estadístico. Promedio mensual. Incluye servicios no personales.

Como se aprecia en el cuadro anterior entre 2013 y 2017, el empleo público pasó de 1,3 millones a 1,4 millones de personas. Los incrementos más importantes se dieron en el personal adscrito al régimen Contratación Administrativa de Servicios (CAS), el profesorado, el antiguo régimen público del D. Leg. 276, así como en las fuerzas armadas y policiales.

El aumento en el gasto en remuneraciones, dado su carácter permanente, implica una mayor rigidez presupuestal en el corto plazo, lo que hace más difícil ajustar el nivel de gasto ante eventos adversos, como una reducción importante de ingresos fiscales o una pérdida de acceso a los mercados de capitales, así como poner en marcha nuevos programas de reformas.

Al respecto, cabe señalar que una definición de gasto no financiero poco flexible o rígido involucra no solo la planilla de remuneraciones, sino también el gasto en servicios básicos (luz, agua, alquileres, entre otros), las pensiones, el mantenimiento de la infraestructura y el pago de obligaciones contractuales ligadas a las Asociaciones Público Privadas<sup>14</sup>. Este componente rígido del gasto ha aumentado entre 2011 y 2017, pasando de 58,1 a 61,4 por ciento del gasto no financiero del gobierno general.

**COMPONENTE INFLEXIBLE DEL GASTO DEL GOBIERNO GENERAL**  
(% del gasto no financiero)

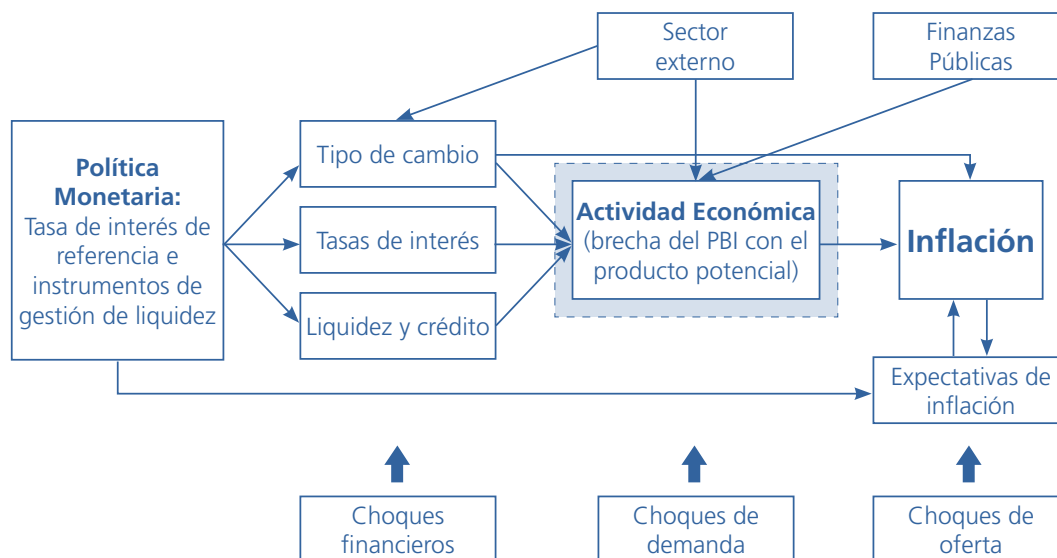


En el largo plazo, puesto que el Estado es fundamentalmente un proveedor de servicios intensivos en trabajo calificado (educación, salud, justicia, seguridad, infraestructura, regulación), el aumento en la calidad y cobertura de estos servicios no será posible sin el desarrollo de regímenes laborales flexibles que promuevan la captación y retención del talento humano necesario para brindarlos.

14 Este concepto se desarrolla en el Informe Técnico 004-2017-CD/ST de la Secretaría Técnica del Consejo Fiscal de setiembre de 2017.

## Capítulo IV

# ACTIVIDAD ECONÓMICA





## IV. Actividad económica

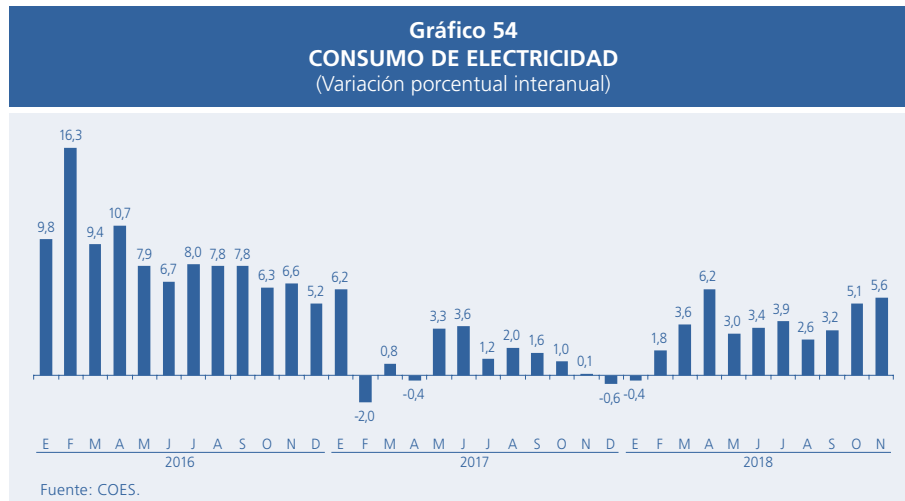
### Evolución reciente y expectativas de actividad

52. En el periodo enero-octubre de 2018 el PBI registró un crecimiento de 3,7 por ciento, mayor al de igual periodo del año anterior, cuando fue de 2,6 por ciento. Esta recuperación se asocia al mayor dinamismo de la actividad de los sectores no primarios, en particular de los sectores servicios y manufactura.

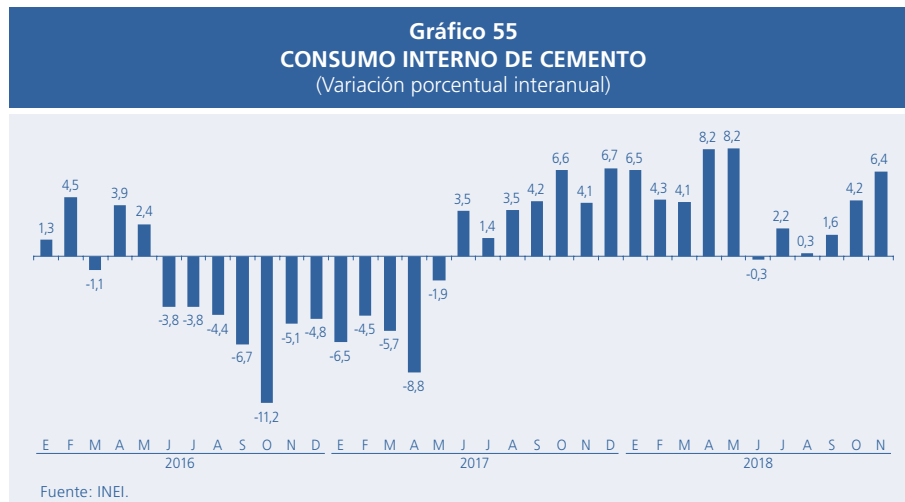
Cuadro 39 PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO: ENERO - OCTUBRE (Variaciones porcentuales reales)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PBI</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>
Sectores primarios	-0,4	5,3	10,1	3,9	2,5
Sectores no primarios	3,7	2,2	2,6	2,3	4,1

53. Los indicadores contemporáneos y adelantados de actividad económica señalan para los últimos meses del año una tendencia favorable, lo que confirmaría la proyección de crecimiento de 4,0 por ciento, realizada desde el Reporte de Inflación de marzo de 2018.

- a) La **demanda por electricidad** ha mantenido tasas de crecimiento positivas desde febrero de este año. En el periodo entre enero y noviembre, acumuló un crecimiento de 3,4 por ciento respecto a igual periodo de 2017, alcanzando uno de 5,6 por ciento en el último mes.



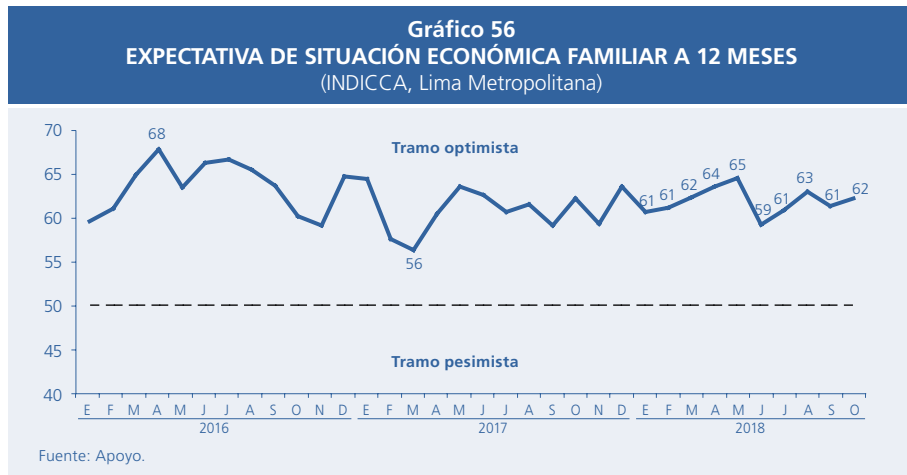
- b) Desde agosto, el **consumo interno de cemento** ha mostrado una aceleración en su crecimiento, alcanzando una tasa de 6,4 por ciento en noviembre.



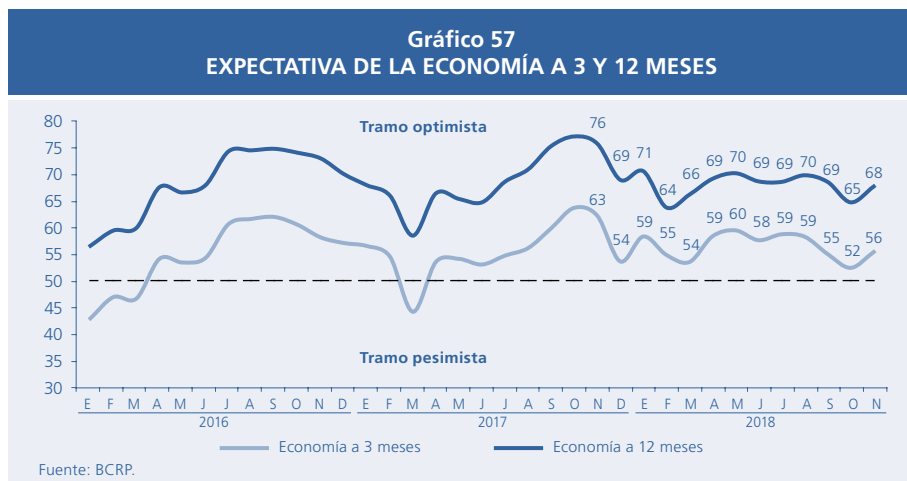
- c) En octubre de 2018, el **índice de confianza del consumidor**, medido como la expectativa de la situación económica familiar futura a 1 año, se recuperó luego de caer ligeramente en setiembre.





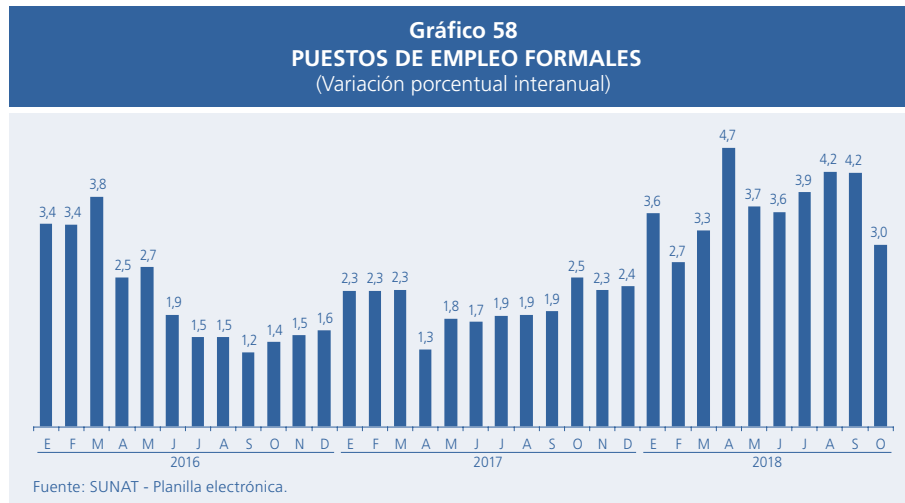


- d) Las **expectativas sobre la economía** a 3 y 12 meses mostraron una desaceleración en setiembre y octubre, y se recuperaron en noviembre.

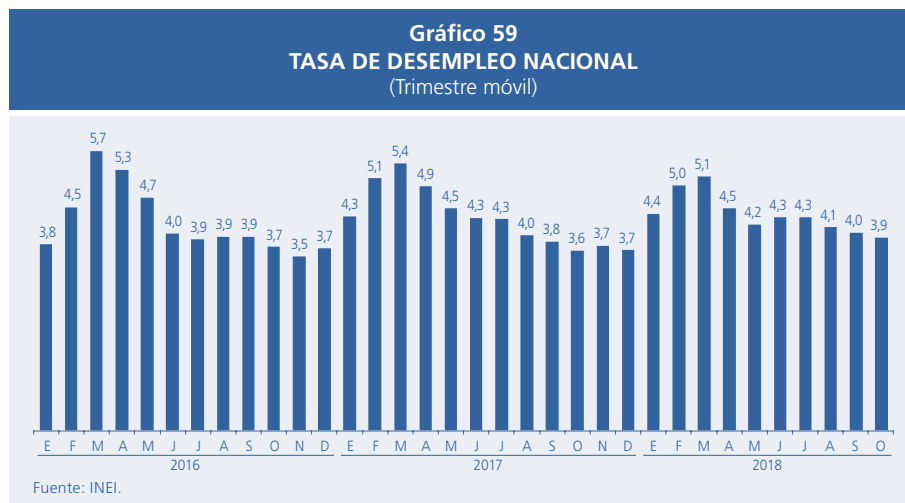


- e) De acuerdo a la información de la Planilla Electrónica de la Sunat, la cual reporta el número de trabajadores de las empresas privadas formales y del sector público, el número de **puestos de trabajo<sup>15</sup> formales** a nivel nacional alcanzó una tasa de crecimiento de 3,0 por ciento en octubre.

15 Se consideran puestos de trabajo en la medida que un trabajador puede trabajar en más de un centro laboral.

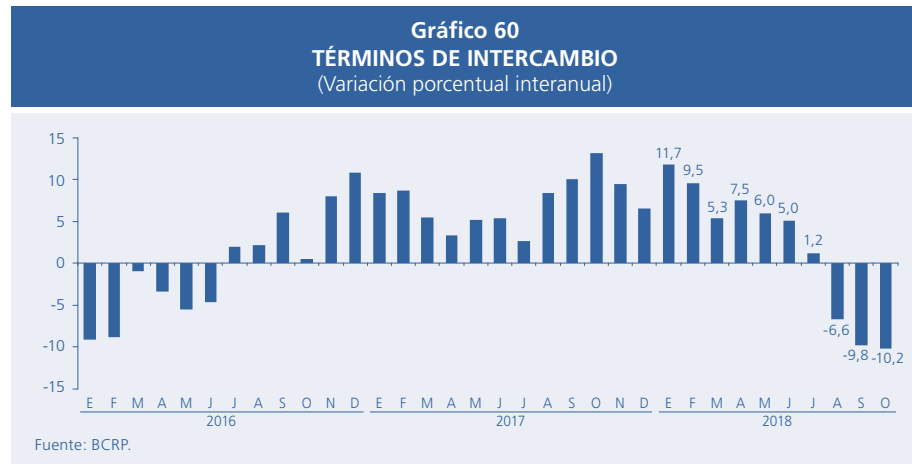


- f) La tasa de desempleo a nivel nacional ha mostrado una tendencia decreciente desde julio de este año, registrando 3,9 por ciento en octubre.

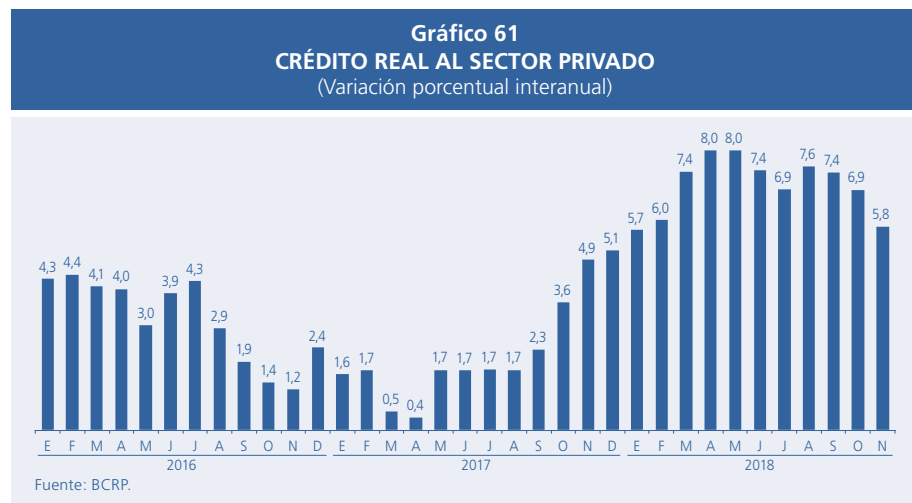


- g) Los **términos de intercambio** cayeron 9,8 y 10,2 por ciento en setiembre y octubre, respectivamente, por la disminución de los precios de las exportaciones.

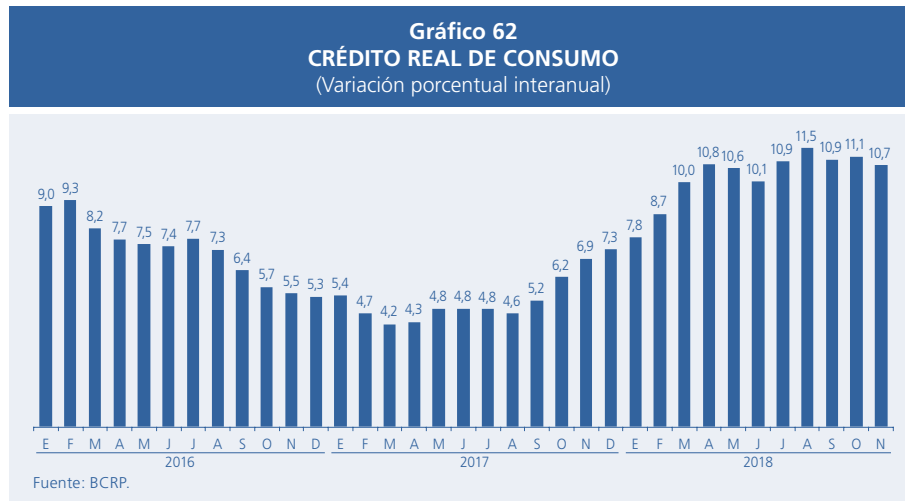




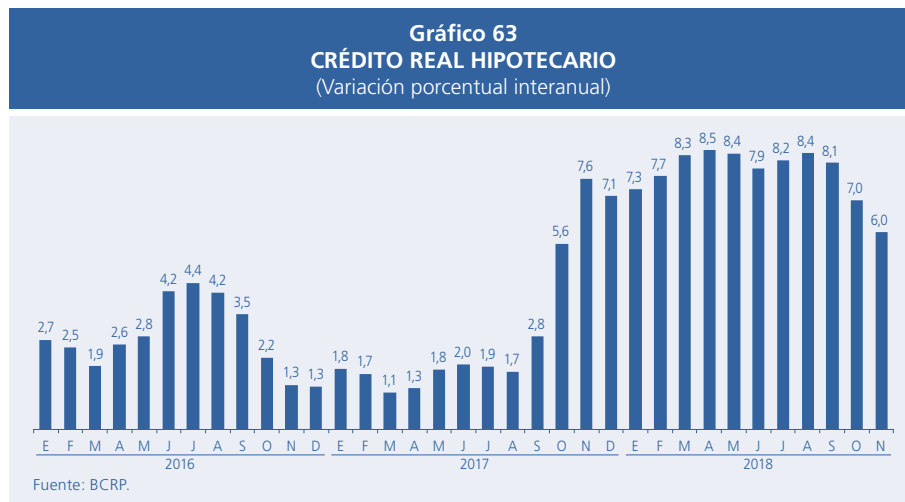
- h) El **crédito total al sector privado** ha mantenido tasas de crecimiento superiores a 5,0 por ciento en términos reales durante 2018 y acumula un crecimiento de 5,8 por ciento a noviembre.



- i) El **crédito de consumo** ha mantenido un crecimiento con tasas superiores a 10,0 por ciento en términos reales desde marzo de este año, alcanzando un incremento de 10,7 por ciento en noviembre.

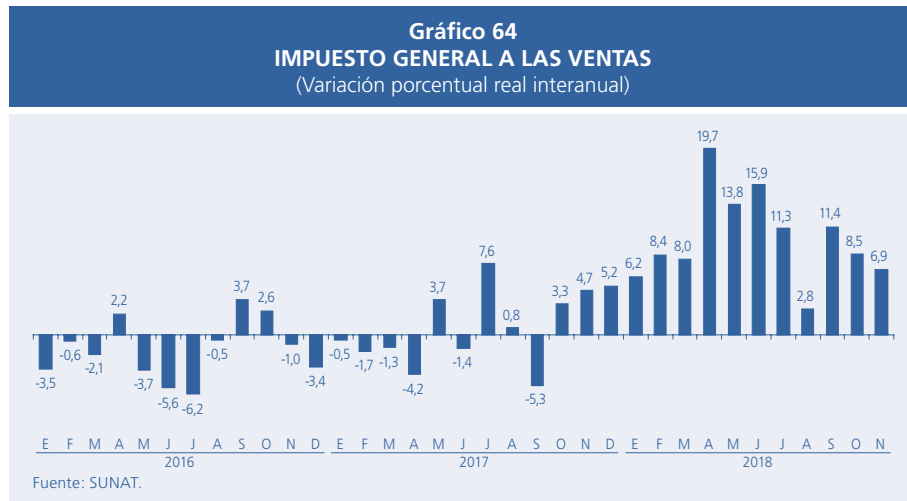


- j) El **crédito hipotecario** ha mantenido altas tasas de crecimiento en términos reales durante el 2018 (alrededor de 8 por ciento), aunque en noviembre se observa una ligera moderación.

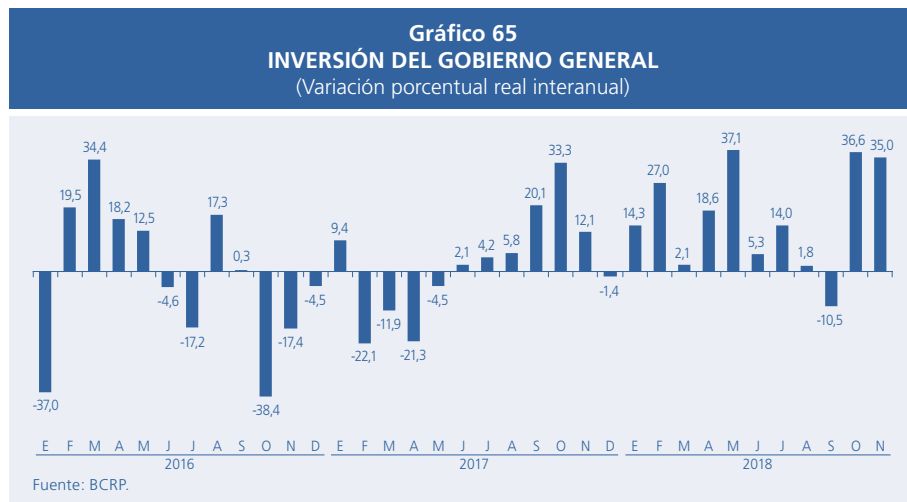


- k) Luego de la moderación observada en agosto, la **recaudación del IGV en términos reales** creció alrededor de 9 por ciento en promedio entre setiembre y noviembre.





- l) La **formación bruta de capital del sector público en términos reales** creció 36 por ciento en promedio entre octubre y noviembre, señalando una recuperación respecto al trimestre previo.



54. Las expectativas sobre el crecimiento del PBI se encuentran entre 3,5 y 3,8 por ciento para 2018, entre 3,8 y 3,9 por ciento para 2019 y en 4,0 por ciento para 2020. De esta manera se observa una convergencia a la proyección de crecimiento del PBI del Reporte de Inflación.

**Cuadro 40**  
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI  
(Variaciones porcentuales)

	RI Mar. 18	RI Jun.18	RI Set.18	RI Dic.18*
<b>Sistema Financiero</b>				
2018	3,5	3,5	3,8	3,8
2019	3,7	3,8	4,0	3,9
2020	--	--	--	4,0
<b>Analistas Económicos</b>				
2018	3,5	3,6	4,0	3,8
2019	3,8	3,8	4,0	3,9
2020	--	--	--	4,0
<b>Empresas No Financieras</b>				
2018	3,0	3,5	3,5	3,5
2019	4,0	3,8	3,8	3,8
2020	--	--	--	4,0

\* Encuesta realizada el 29 de noviembre.  
RI: Reporte de Inflación.  
Fuente: BCRP.

## Proyecciones

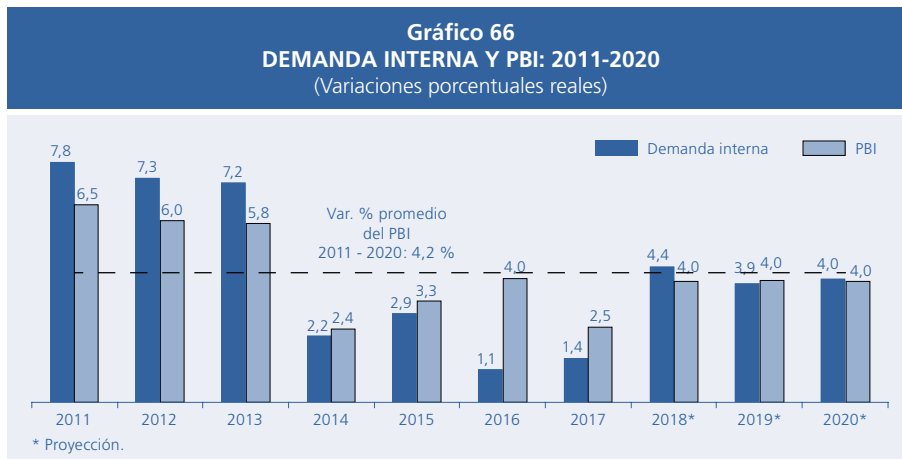
55. La tasa de crecimiento del PBI pasaría de 2,5 por ciento en 2017 a 4,0 por ciento en 2018, debido principalmente a la recuperación de la demanda interna, que pasa de crecer 1,4 por ciento en 2017 a 4,4 por ciento el presente año. En particular, es de destacar la recuperación del gasto de consumo privado de 2,5 a 3,7 por ciento, de la inversión privada de 0,2 a 4,7 por ciento y de la inversión pública de -2,3 a 9,9 por ciento.

**Cuadro 41**  
DEMANDA INTERNA Y PBI  
(Variaciones porcentuales reales)

	2017	2018*		2019*		2020*
		RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>Demanda interna</b>	<b>1,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Consumo privado	2,5	3,8	3,7	3,6	3,7	3,9
Consumo público	-0,2	3,4	1,8	3,2	2,9	1,8
Inversión privada	0,2	5,5	4,7	6,5	6,5	6,0
Inversión pública	-2,3	9,9	9,9	2,8	2,8	3,4
Variación de inventarios (contribución)	-0,1	0,0	0,4	0,0	-0,2	0,0
<b>Exportaciones</b>	<b>7,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Importaciones</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

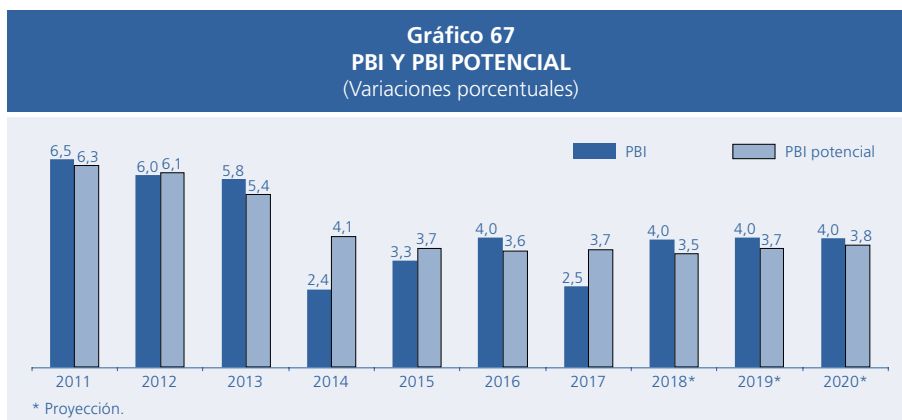


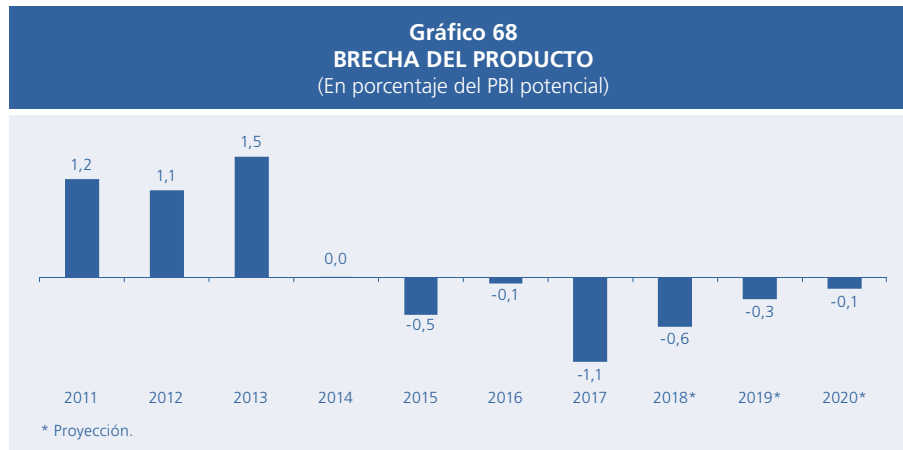


56. Para 2019 se proyecta que el crecimiento de 4,0 por ciento del PBI sea impulsado por un mayor dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios (de 2,1 por ciento en 2018 a 4,7 por ciento en 2019), lo que a su vez se asocia a la recuperación de las exportaciones de cobre.

La solidez en los datos de crecimiento de empleo y la disponibilidad de financiamiento sostienen el crecimiento del consumo privado de 3,7 por ciento, en tanto que se aceleraría la inversión privada a 6,5 por ciento. Por su parte, se prevé una desaceleración de la inversión pública como resultado del inicio del periodo de gestión en los nuevos gobiernos subnacionales.

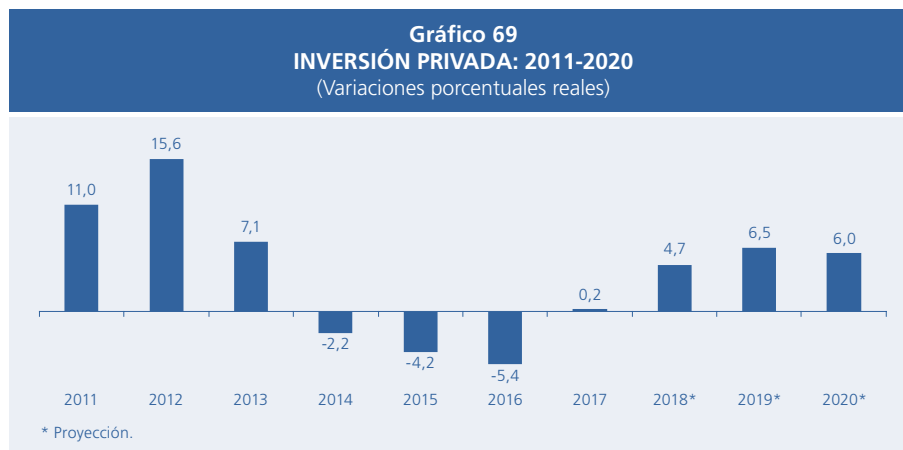
57. A pesar de que el crecimiento del PBI en el periodo 2018-2020 se encuentra por encima del crecimiento del PBI potencial, se estima que en este lapso se mantiene aún una brecha de producto negativa (margen porcentual entre el nivel del PBI y su potencial). Por esta razón, la posición de las políticas macroeconómicas mantienen un sesgo expansivo.



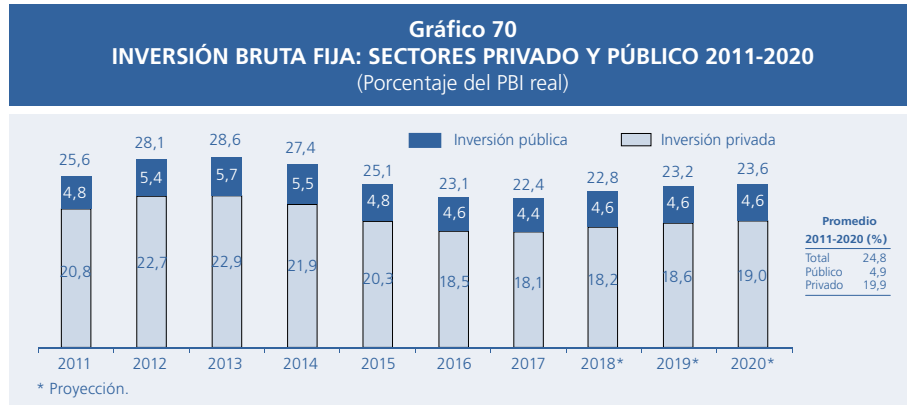


En esta proyección se ha considerado que el mayor dinamismo de la inversión y la adopción de medidas que expandan la productividad explicarán un ritmo ligeramente mayor de crecimiento del PBI potencial (3,8 por ciento en 2020).

58. Luego de tres años de caídas continuas de la inversión privada entre 2014 y 2016, y de un aumento mínimo en 2017, la inversión privada empezó a crecer nuevamente en 2018, proyectándose para 2019 y 2020 crecimientos de 6,5 y 6,0 por ciento, respectivamente. Tomando en cuenta su relación con el PBI, el total de la inversión privada y pública registró un mínimo en 2017 (22,4 por ciento del PBI) y se proyecta que en 2020 alcance un 23,6 por ciento.







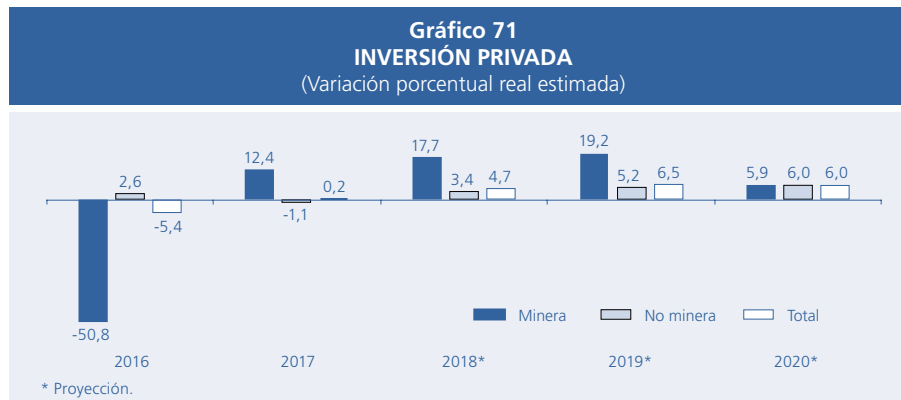
59. Los **anuncios de proyectos de inversión privada** para el periodo 2019-2020 alcanzan alrededor de US\$ 19 mil millones considerando un mayor dinamismo en el sector minero luego del inicio de importantes proyectos en este año.

**Cuadro 42**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020**  
(Miles de millones de US\$)

	Total Inversión	Número de proyectos
Minería	9,8	31
Hidrocarburos	1,3	15
Energía	1,0	10
Industria	0,3	6
Infraestructura	4,4	24
Otros sectores	2,4	49
<b>TOTAL</b>	<b>19,3</b>	<b>135</b>

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

En el **sector minero**, se espera que en 2019 terminen los proyectos ampliación Toquepala, de Southern, Quecher Main, de Yanacocha, y los Relaves B2 San Rafael de Minsur; y que continúen los proyectos que empezaron su construcción en 2018. Al respecto destaca el inicio de importantes proyectos como Quellaveco, ampliación de Toromocho y Mina Justa, que en conjunto implican una inversión estimada de US\$ 8,2 mil millones. Se estima que Quellaveco entraría en producción en 2022, la empresa anunció que a la fecha se viene cumpliendo el cronograma establecido. La ampliación de Toromocho, por su parte, espera incrementar su producción en 45 por ciento, cuenta con un 25 por ciento de avance en obras y espera culminar en 2020. Mina Justa de Marcobre, proyecto de US\$ 1,6 mil millones, se encuentra realizando obras previas.



En **infraestructura**, entre los proyectos que darían mayor dinamismo a este sector está la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez con una inversión estimada de US\$ 1,5 mil millones. Respecto a la Línea 2 del Metro de Lima, Ositran emitió opinión favorable a la segunda adenda al contrato de concesión que permitirá redefinir el cronograma de obras para la entrega de los terrenos y fijar metas para que el concesionario concluya cada una de las fases faltantes del proyecto. Según Ositran, el proyecto, concesionado en 2014, tiene 23,9 por ciento de avance, tanto en la ejecución de las obras como en la inversión.

**Cuadro 43**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020**

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>MINERÍA</b>	Angloamerican Grupo Breca Aluminium Corp. of China (Chinalco) Minera Barrick Minera Yanacocha	Quellaveco Mina Justa Ampliación de Mina Toromocho Optimización Lagunas Norte Quecher Main
<b>HIDROCARBUROS</b>	Calidda Gas Natural del Perú Karooon Gas Pluspetrol Perú Corp.	Masificación de Gas Exploración Lote Z-38 Ampliación de capacidad de transporte
<b>ENERGÍA</b>	Interconexión Eléctrica Luz del Sur	Enlace Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y subestaciones Santa Teresa 2
<b>INDUSTRIA</b>	Arca Continental Corporación Aceros Arequipa Precor	Mejoras en infraestructura y equipos Ampliación de planta en Pisco Mega Planta en Chilca
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	Grupo Volcan Consortio Nuevo Metro de Lima Lima Airport Partners Grupo Romero APM Terminals Consortio Paracas	Terminal Portuario de Chancay Línea 2 del Metro de Lima Ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez Modernización del terminal portuario Salaverry Modernización Muelle Norte Terminal Portuario San Martín
<b>OTROS SECTORES</b>	Entel Grupo Falabella Inversiones Centenario Armas Domo Grupo Interbank Grupo Breca Cencosud Edifica	Desarrollo de servicios y redes 4G Expansión y nuevos centros comerciales Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales Inversiones Inmobiliarias Expansión y nuevos centros comerciales Expansión y nuevos centros comerciales Centro comercial Proyectos Inmobiliarios

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





60. En el primer trimestre del año, Proinversión adjudicó el proyecto minero Michiquillay a Southern Perú. A fines de mayo, adjudicó la Modernización del Terminal Portuario Salaverry al Consorcio Transportadora Salaverry, conformado por las empresas Tramarsa y Naviera Tramarsa, ambas del Grupo Romero. Estos dos proyectos representan en conjunto inversiones de US\$ 2,7 mil millones. Además, se prevé adjudicar a fines de 2018 el proyecto de banda ancha para seis regiones (Ancash, Arequipa, Huánuco, La Libertad, Pasco y San Martín) por US\$ 359 millones. En conjunto, Proinversión considera una cartera de proyectos programados para adjudicarse hasta 2020 que representa inversiones por US\$ 3,5 mil millones.

**Cuadro 44**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2018 - 2020**  
(Millones de US\$)

	<b>2018-2020</b>
<b>A. Adjudicados</b>	<b>2 720</b>
Proyecto Minero Michiquillay	2 500
Terminal Portuario Salaverry	220
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>3 505</b>
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	720
Parque Industrial Ancón	500
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayocc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho.	464
Instalación de Banda Ancha para San Martín, La Libertad, Pasco, Huánuco, Arequipa, y Áncash.	359
Masificación de Uso de Gas Natural - Distribución de Gas Natural por Red de Ductos en las Regiones de Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali	350
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	227
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	144
Nuevo Hospital de Alta Complejidad de Piura	144
Enlace 500 Kv La Niña – Piura, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	128
Nuevo Hospital de Alta Complejidad de Chimbote	110
Repotenciación a 1000 MVA de LT 500 kV Carabayllo - Chimbote -Trujillo y Compensador Reactivo Variable +400/-150 MVAR en SE Trujillo Norte 500 kV	90
Mejoramiento de los servicios turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac – Cusco	63
Enlace 220 Kv Pariñas – Nueva Tumbes, Subestaciones y Ampliaciones Asociadas	49
Enlace 220 Kv Tingo María – Aguaytía, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas	32
Línea de Transmisión 138 kV Puerto Maldonado-Iberia	23
Nueva Subestación de la Planicie 500/200 kV	20
Compensador Reactivo Variable +400/-100 MVAR en la SE San Juan	19
Mejoramiento del Sistema de Alcantarillado y Tratamiento de Aguas Servidas de la Ciudad de Puerto Maldonado- Distrito Tambopata, Provincia Tambopata, Departamento Madre de Dios	19
Subestación Chincha Nueva DE 220/60 kV	18
Subestación Nazca Nueva DE 220/60 kV	17
Subestación Nueva Carhuaquero 220 kV	10

Fuente: Proinversión.

61. Tomando en cuenta el PBI por sectores productivos, se espera que la aceleración de la actividad desde 2,5 por ciento en 2017 a 4,0 por ciento en 2019 y en 2020 se dé por un mayor dinamismo de los sectores no primarios.

**Cuadro 45**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2017		2018*			2019*		2020*
	Ene-Oct	Año	Ene-Oct	RI Set.18	RI Dic.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Dic.18
<b>PBI primario</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>
Agropecuario	1,9	2,6	7,9	6,0	7,0	4,0	4,0	4,0
Pesca	30,7	4,7	18,1	30,0	39,8	-4,2	-6,7	5,4
Minería metálica	4,1	4,5	-1,2	-1,1	-1,3	5,0	5,3	3,0
Hidrocarburos	-2,5	-2,4	-0,7	-0,4	-0,1	2,2	4,4	-0,5
Manufactura	9,0	1,9	7,7	10,7	13,9	4,1	0,0	5,5
<b>PBI no primario</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>
Manufactura	-0,6	-0,9	3,6	3,8	3,6	3,4	3,8	3,8
Electricidad y agua	1,4	1,1	3,5	3,4	3,9	4,0	4,0	4,0
Construcción	1,0	2,1	4,7	6,0	5,9	7,0	6,9	7,5
Comercio	0,9	1,0	2,7	3,3	2,7	3,1	3,4	3,5
Servicios	3,3	3,3	4,4	4,5	4,3	3,9	3,9	4,0
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

- a) El sector **agropecuario** crecerá 7,0 por ciento en 2018 por la normalización de las condiciones climáticas luego del evento El Niño Costero de 2017, lo que favoreció la recuperación de la producción de productos orientados al mercado interno (como el arroz y el limón) y de aquellos orientados a la agroexportación. Para 2019 y 2020 se espera un menor crecimiento (4,0 por ciento en ambos años) en línea con condiciones climáticas normales y con una dinámica favorable en la producción agroexportadora.
- b) El sector **pesca** incrementará su producción en 39,8 por ciento en 2018 debido a los mayores desembarques de anchoveta para consumo industrial por la recuperación en la biomasa tras un desove adecuado luego de la suspensión de la segunda temporada de pesca a finales de 2017. En 2019 se normalizaría la captura de anchoveta. Para 2020 se proyecta una tasa de crecimiento moderada consistente con condiciones climáticas normales en dicho año.
- c) Dentro de minería, el subsector **minería metálica** reducirá su producción en 1,3 por ciento en el presente año por la menor producción de cobre, debido a problemas técnicos que dificultaron la extracción en Las Bambas, y de oro, por menores leyes en Barrick debido al cierre de su unidad Pierina y al agotamiento de su unidad Lagunas Norte. El crecimiento de 2019 incorpora un aumento en la producción de cobre por el inicio de operaciones de la ampliación de Toquepala de Southern y en la producción de hierro por la ampliación de Shougang, mientras que en 2020 el crecimiento estaría impulsado por la entrada en operación de la ampliación de Toromocho.

La producción del subsector **hidrocarburos** caerá 0,1 por ciento por la menor producción de gas y de líquidos de gas natural en el lote 56 tras el





mantenimiento de la planta de separación de Las Malvinas en Camisea. El crecimiento de 2019 mejoraría debido a la recuperación de la producción de gas natural orientada al mercado interno. En 2020, la ligera contracción se explica por una reducción esperada en la producción de líquidos de gas natural del lote 56.

- d) La **manufactura no primaria** crecerá 3,6 por ciento en 2018 por la mayor producción de bienes vinculados a la inversión, a la exportación y al consumo masivo. Se proyecta un crecimiento de 3,8 tanto para 2019 como para 2020, en línea con la dinámica de la demanda interna.

El crecimiento del subsector **manufactura primaria** será de 13,9 por ciento en 2018, impulsado por la recuperación en la producción de harina y aceite de pescado respecto al año pasado. Se espera que el mantenimiento de la planta de Southern programado para el primer trimestre de 2019 y las capturas de anchoveta ligeramente por debajo de los niveles de 2018 afecten la producción primaria. En 2020, se espera una recuperación en la producción primaria por una recuperación en la producción pesquera.

- e) El sector **construcción** crecerá en 5,9 por ciento en 2018 en línea con la evolución de la inversión total. En 2019 y 2020, el sector crecerá impulsado por la inversión privada y pública.

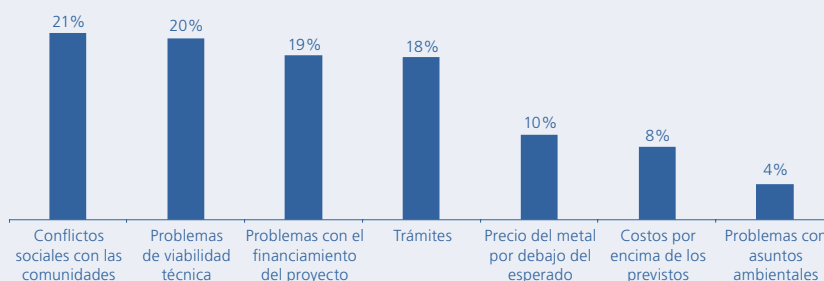
**Recuadro 7**  
**ENCUESTA DE OPINIÓN SOBRE PROYECTOS MINEROS**

En el año 2011, el Ministerio de Energía y Minas (MINEM) estimaba que 26 grandes proyectos mineros (con inversión mayor a US\$ 200 millones), que se encontraban en etapa de exploración o con Estudio de Impacto de Ambiental aprobado, iniciarían su etapa de producción a partir de 2013. Se proyectaba en ese entonces pasar de una producción de 1 millón de toneladas de cobre a 4,8 millones. De estos proyectos mineros, hasta la fecha solo cinco han entrado a fase de producción: Las Bambas, Ampliación de Cerro Verde, Toromocho, Constancia y La Arena - Fase I. La producción de cobre se elevó a 2,5 millones de toneladas, que ayudó a enfrentar en mejores condiciones los choques externos adversos entre el 2014 y 2016. De acuerdo al MINEM, la estimación de inversión actualizada de los 21 proyectos restantes equivale US\$ 42,9 mil millones.

Con esta motivación, en noviembre de este año, el BCRP realizó una encuesta con la finalidad de obtener información con respecto a las dificultades que enfrentan los proyectos en el sector minero, y sobre los riesgos que afectan a la minería y, en particular, a la inversión minera. La encuesta estuvo dirigida a ejecutivos de empresas mineras, representantes de empresas que brindan servicios a la minería, y consultores especializados.

En un ambiente internacional menos favorable para el sector minero, los principales resultados de la encuesta muestran, en una primera sección, que las causas más mencionadas de los retrasos recientes en los proyectos mineros han estado asociadas a conflictos sociales (21 por ciento de las respuestas), a problemas de viabilidad técnica (20 por ciento), a problemas con el financiamiento del proyecto (19 por ciento), y a trámites (18 por ciento), tanto con el gobierno nacional como con los gobiernos subnacionales. El 10 por ciento de las respuestas señaló que los precios de los metales por debajo de los esperados son un factor que afecta a los proyectos. Los costos por encima de los previstos representaron 8 por ciento de las respuestas, en tanto que los problemas con asuntos ambientales representaron un 4 por ciento de las respuestas obtenidas.

**CAUSAS MÁS MENCIONADAS DE RETRASO DE LOS PROYECTOS: 2018**  
(% de respuestas)



La encuesta también incorporó una sección dirigida a identificar los riesgos potenciales que enfrenta el sector minero en general. Los encuestados perciben que durante el año 2018 algunos riesgos han aumentado. Así, un 73 por ciento de expertos opina que aumentó el riesgo asociado al entorno político, el cual afecta a diferentes instituciones gubernamentales, en tanto que un 71 por ciento de los encuestados señaló un aumento del riesgo de guerra comercial entre Estados





Unidos y sus socios comerciales. En el caso del exceso de trámites y permisos, un 49 por ciento de los encuestados opina que este riesgo ha aumentado, en tanto igual porcentaje opina que este riesgo se mantiene sin variación con respecto al año 2017.

También se consultó sobre los riesgos asociados a la actuación de diferentes niveles de gobierno. Se infiere que todavía hay un importante espacio para avanzar en la resolución de trámites y apoyo para la resolución de conflictos con comunidades. Este resultado es similar para todos los niveles de gobierno. También se mencionó la tardía presencia del Estado en zonas donde se realizan proyectos mineros, la influencia de movimientos regionales antimineros, la pérdida de competitividad del país en un entorno de menor disponibilidad de capitales hacia mercados emergentes y los mayores costos asociados a falta de infraestructura.

En una tercera sección se consultó sobre las principales trabas que enfrenta el sector minero. Los resultados muestran que prioritariamente se requiere mejorar la coordinación entre distintos niveles de gobierno y también entre éstos y las diferentes entidades del Estado vinculadas al sector, así como mejorar el sistema de justicia, aumentar la presencia del Estado cerca de los proyectos mineros, y definir y uniformizar criterios entre las diferentes autoridades e instancias que evalúan los proyectos.

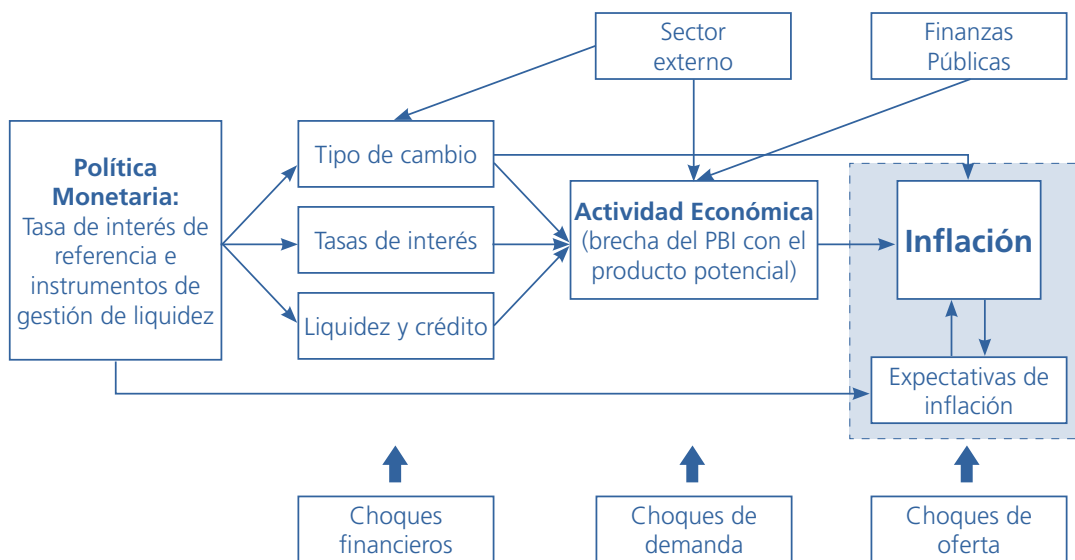
Algunas sugerencias obtenidas son la necesidad de estandarizar los procedimientos de los gobiernos subnacionales. Por ejemplo, se propuso reducir la heterogeneidad en los TUPA (Texto Único de Procedimientos Administrativos) a nivel de los diferentes gobiernos regionales, así como diseñar e implementar planes de desarrollo articulados y coordinados en cada región. Como aspecto positivo, los expertos consideraron que hay un avance gradual hacia una simplificación de los requisitos ambientales y de los trámites para la exploración minera.

En suma, la percepción general es que el avance de los proyectos mineros y el amortiguamiento de los riesgos que enfrenta el sector minero requieren de mayores esfuerzos de coordinación entre los diferentes niveles de gobierno (nacional, regionales y locales), el sector privado y las diferentes entidades gubernamentales vinculadas con el sector. Por ejemplo, son aspectos positivos la creación de la Dirección General de Promoción y Sostenibilidad Minera en MINEM, y los avances de la Mesa Ejecutiva del Sector Minero Energético para el Desarrollo Productivo del País. Esta última constituye un espacio en el cual las entidades del sector público y los representantes de los gremios vinculados a la minería identifican barreras y obstáculos, oportunidades de mejora, y propuestas de solución.

Desde su creación en octubre, esta Mesa Ejecutiva ha avanzado en lo relativo a la transferencia de S/ 596 millones al Ministerio de Energía y Minas (MEM) para atender las obligaciones que tiene el Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC); se ha aprobado el Texto Único de Procedimientos Administrativos (TUPA) de la Superintendencia Nacional de Control de Servicios de Seguridad, Armas, Municiones y Explosivos de Uso Civil (Sucamec), que facilitará la gestión de insumos en minería; se han mejorado los lineamientos de acción de SUNAT para el control de insumos y equipos fiscalizados utilizados en la extracción de hidrocarburos; y se ha contribuido a resolver el conflicto de competencias entre la Autoridad Portuaria Nacional (APN) y la Dirección General de Capitanías y Guardacostas (DICAPI), relativo al cobro del derecho de vigencia anual por el uso del área acuática y franja ribereña, entre otras medidas.

## Capítulo V

# INFLACIÓN



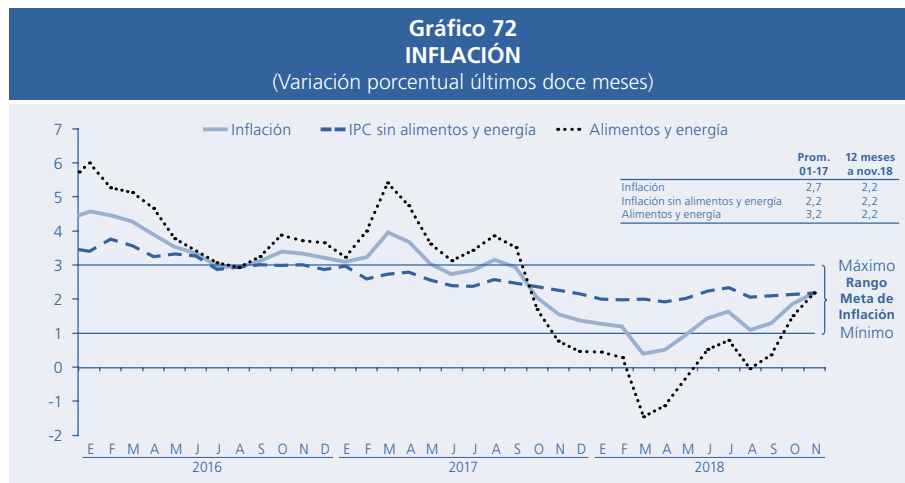




## V. Inflación

### Evolución reciente y expectativas de inflación

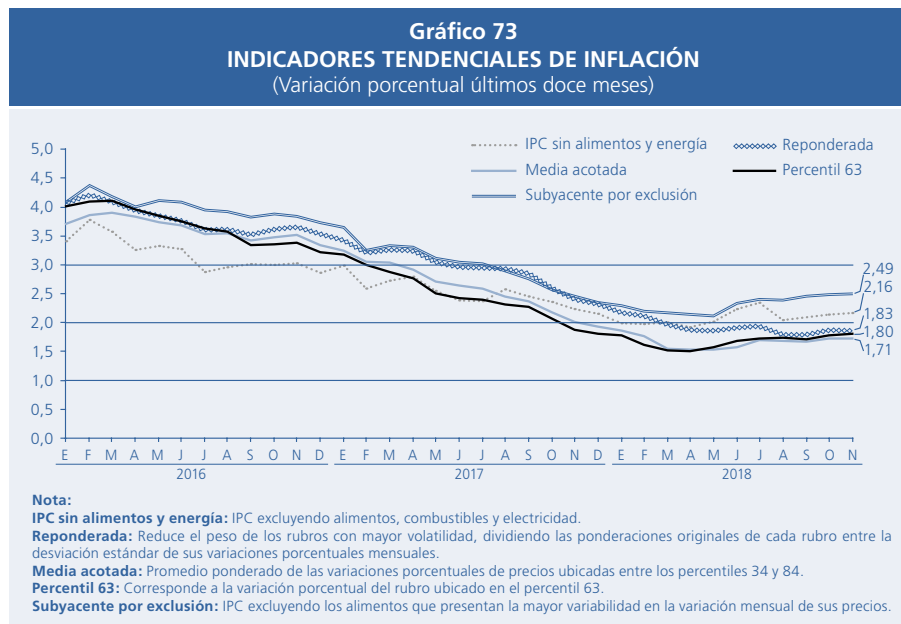
62. La tasa de inflación subyacente (IPC que excluye alimentos y energía) se mantuvo entre 2,0 y 2,2 por ciento entre enero y noviembre, cerca del centro del rango meta del Banco Central (de 1 a 3 por ciento). Por su parte, la tasa de inflación anual del total de componentes del IPC fluctuó entre 0,4 y 2,2 por ciento, lo que obedece a una reversión del choque negativo que afectó a la oferta agropecuaria durante el año 2017 debido al fenómeno El Niño Costero.



**Cuadro 46**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2014	2015	2016	2017	2018	
						Ene.-Nov.	12 meses
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>3,22</b>	<b>4,40</b>	<b>3,23</b>	<b>1,36</b>	<b>2,01</b>	<b>2,17</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>2,51</b>	<b>3,49</b>	<b>2,87</b>	<b>2,15</b>	<b>1,86</b>	<b>2,16</b>
a. Bienes	21,7	2,43	3,57	3,41	1,24	2,17	2,15
b. Servicios	34,8	2,55	3,44	2,54	2,70	1,67	2,17
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>4,08</b>	<b>5,47</b>	<b>3,66</b>	<b>0,46</b>	<b>2,18</b>	<b>2,17</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,83	5,37	3,54	0,31	1,92	1,79
b. Combustibles y electricidad	5,7	-0,85	6,20	4,48	1,55	3,89	4,79
- Combustibles	2,8	-5,59	-6,33	0,61	3,95	6,25	6,41
- Electricidad	2,9	4,37	18,71	7,53	-0,21	2,09	3,53

63. Para medir la tendencia de la inflación se emplea, además del concepto que excluye a los precios de alimentos y energía, distintas metodologías que nos permiten verificar que la inflación subyacente se ha mantenido a lo largo de 2018 en el centro del rango meta.



64. Entre los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-noviembre se encuentran educación, comida fuera del hogar, papa, compra de vehículos y cebolla. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron pollo, transporte nacional, huevos, azúcar y teléfonos.

**Cuadro 47**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - NOVIEMBRE 2018**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,9	0,49	Carne de pollo	3,0	-3,4	-0,10
Comidas fuera del hogar	11,7	2,0	0,28	Transporte nacional	0,3	-18,5	-0,07
Papa	0,9	24,4	0,19	Huevos	0,6	-11,8	-0,06
Compra de vehículos	1,6	12,2	0,19	Azúcar	0,5	-9,3	-0,06
Cebolla	0,4	54,8	0,17	Teléfonos	2,9	-2,9	-0,05
Gasolina y lubricantes	1,3	10,1	0,12	Plátano	0,3	-6,7	-0,03
Limón	0,2	48,3	0,09	Mandarina	0,2	-12,4	-0,03
Bebidas gaseosas	1,3	5,3	0,07	Otras menestras	0,2	-7,4	-0,02
Electricidad	2,9	2,1	0,07	Palta	0,1	-6,8	-0,01
Cigarrillos	0,1	21,3	0,05	Fréjol	0,1	-6,6	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,72</b>	<b>Total</b>			<b>-0,44</b>





a. **Electricidad y combustibles**

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 2,1 por ciento en el periodo enero-noviembre y 3,5 por ciento en los últimos doce meses, según los reajustes autorizados por el organismo regulador Osinergmin.

En la mayor parte del periodo, las variaciones de las tarifas se debieron principalmente a la actualización del valor de los componentes de generación y distribución, afectados por variables como el tipo de cambio y el índice de precios al por mayor. Las tarifas también respondieron a la revisión de peajes y cargos del componente de transmisión. Otro de los factores considerados fue la actualización del costo de las centrales de generación con recursos renovables (eólicas, solares y de biomasa), lo que determinó el alza del mes de enero (1,1 por ciento). El mayor incremento de la tarifa se registró en febrero (3,2 por ciento) y se realizó con el objeto de cubrir principalmente los costos incurridos por las centrales térmicas que utilizan petróleo diésel.

En el periodo enero-noviembre el rubro **gasolina y lubricantes** aumentó en promedio 10,1 por ciento (9,9 en los últimos doce meses), ello como resultado de la evolución de los precios ex-planta fijados por las refinerías locales, acorde al mayor precio internacional del petróleo. Otro factor fue el alza del Impuesto Selectivo al Consumo en el mes de mayo, que gravó los precios de los combustibles más contaminantes (diésel y gasolina de bajo octanaje).

b. **Alimentos perecibles**

En el periodo enero-noviembre destacaron las alzas en los precios de la papa, cebolla y limón. Por otra parte, disminuyeron los precios del azúcar, y de productos pecuarios como pollo y huevos.

En el caso de la **papa**, las alzas de los primeros meses del año estuvieron relacionadas a irregularidades en el abastecimiento, principalmente por retrasos en los envíos a Lima por parte de agricultores y comerciantes con el objeto de conseguir un mejor precio. En los siguientes meses destacó el aumento del precio de la variedad amarilla que procede principalmente de Huánuco, debido a la disminución de las siembras (-9,0 por ciento en la campaña agosto-julio con respecto a la campaña anterior).

El precio de la **cebolla** registró un alza de 54,8 por ciento. Las siembras en Arequipa, principal región productora, disminuyeron 12 por ciento en la campaña agosto-julio con respecto a la campaña anterior. También contribuyó a este resultado, la menor oferta de Camaná, a partir de octubre por término de la cosecha, así como las menores siembras de otras regiones como Piura y La Libertad.

En el caso del **limón** (48,3 por ciento), a partir del mes de agosto el precio comenzó a incrementarse ante la irregularidad del abastecimiento y la menor oferta del

producto de primera calidad. Ello principalmente por la variabilidad climática, que afectó la floración de las plantas en la costa norte.

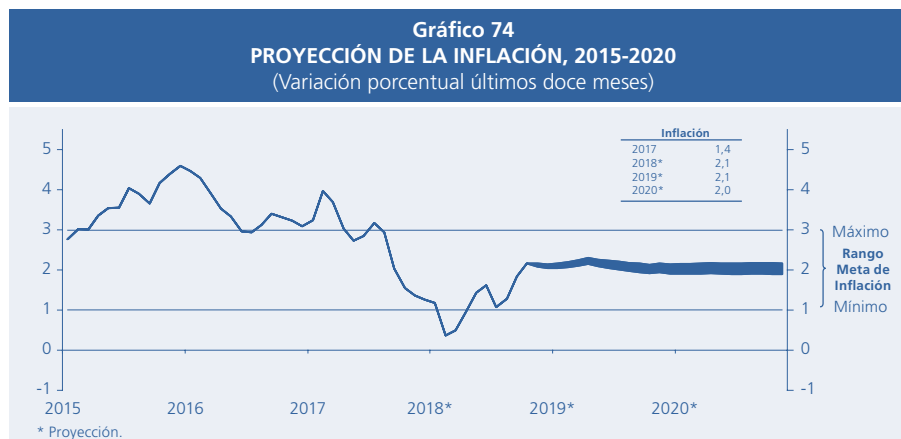
En contraste, el precio del **azúcar** disminuyó 9,3 por ciento reflejando la recuperación de la producción nacional afectada por el Fenómeno El Niño en el año 2017. El abastecimiento de azúcar rubia, que es la de mayor consumo, aumentó 15 por ciento en el periodo enero-noviembre con respecto al mismo periodo del año anterior, registrándose una mayor participación de las empresas agrarias nacionales.

El precio del **pollo** registró en promedio una disminución de 3,4 por ciento como resultado de una mayor oferta. Las colocaciones de pollos bebé correspondientes a la oferta de enero a noviembre aumentaron aproximadamente 8 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. El precio de los **huevos** disminuyó 11,8 por ciento, también ante una mayor producción (8 por ciento en el periodo enero-noviembre).

### Proyecciones

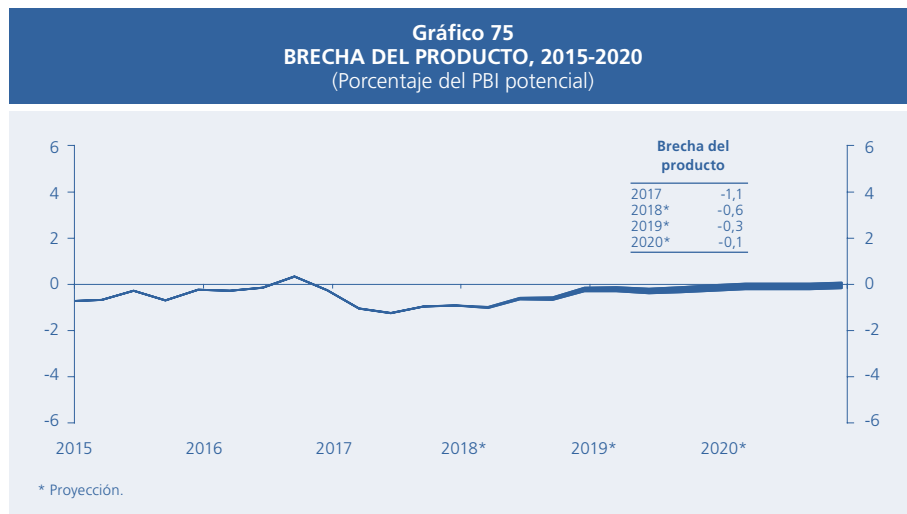
65. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, considerando toda la información macroeconómica disponible. Entre éstos destacan las expectativas de inflación, la inflación importada (incluido el efecto del tipo de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

Se espera que la inflación interanual se ubique alrededor de 2,1 por ciento al cierre de 2018, debido principalmente a una menor inflación importada por la reversión del incremento en el precio del petróleo observado en 2018. Para los años 2019 y 2020 se proyecta que la tasa de inflación se mantenga en el centro del rango meta.





66. Las proyecciones para los próximos dos años consideran una brecha del producto negativa que indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección. Se espera un crecimiento del PBI mayor a su potencial, con lo que la brecha del producto se cerraría hacia 2020.



67. Las expectativas de inflación calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras y a analistas económicos revelan tasas esperadas entre 2,2 y 2,3 por ciento para el 2018 y 2,5 por ciento para los años 2019 y 2020, manteniéndose alrededor del centro del rango meta.



**Cuadro 48**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN**  
 (En porcentajes)

	RI Dic. 17	RI Mar. 18	RI Jun.18	RI Set.18	RI Dic.18*
<b>Sistema Financiero</b>					
2018	2,5	2,0	2,0	2,1	2,2
2019	2,7	2,5	2,4	2,5	2,5
2020					2,5
<b>Analistas Económicos</b>					
2018	2,5	2,3	2,1	2,3	2,2
2019	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
2020					2,5
<b>Empresas No Financieras</b>					
2018	3,0	2,5	2,4	2,4	2,3
2019	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5
2020					2,5

\* Encuesta realizada al 29 de noviembre.  
 RI: Reporte de Inflación.

68. Otro determinante de la inflación es su componente importado, el mismo que combina el efecto de precios internacionales de productos que importamos como el petróleo, trigo, soya y maíz, entre otros, con el efecto de la variación del tipo de cambio. Se proyecta que los precios de importación bajen 1,4 por ciento en 2019, lo que recoge la baja en los precios de *commodities* como el petróleo, y 1,7 por ciento en 2020. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles entre S/ 3,35 y S/ 3,41 para el cierre de 2019 y entre S/ 3,35 y S/ 3,44 para el fin de 2020.

**Cuadro 49**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO FIN DE PERIODO**  
 (Soles por US Dólar)

	RI Dic. 17	RI Mar. 18	RI Jun.18	RI Set.18	RI Dic.18*
<b>Sistema Financiero</b>					
2018	3,29	3,25	3,30	3,30	3,38
2019	3,28	3,25	3,33	3,30	3,41
2020					3,44
<b>Analistas Económicos</b>					
2018	3,30	3,28	3,28	3,30	3,36
2019	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35
2020					3,35
<b>Empresas No Financieras</b>					
2018	3,34	3,30	3,29	3,30	3,32
2019	3,40	3,35	3,32	3,33	3,35
2020					3,40

\* Encuesta realizada el 29 de noviembre.  
 RI: Reporte de Inflación.

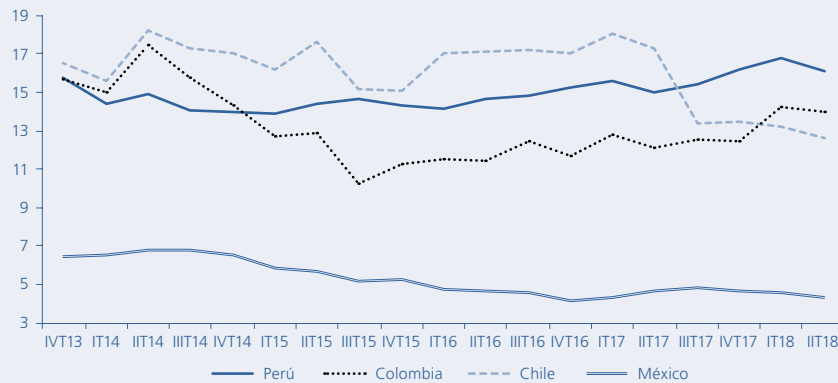




### Recuadro 8 TENDENCIA DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS RESIDENCIALES

En el periodo comprendido entre diciembre de 2013 y diciembre de 2018, las tarifas eléctricas residenciales crecieron 35 por ciento. En comparación con las principales ciudades de la Alianza del Pacífico, este incremento ha generado que los clientes finales en Perú enfrenten las tarifas residenciales más altas dentro de este grupo de países.

**SECTOR RESIDENCIAL-CONSUMO MENSUAL DE 125 kWh**  
(ctv. US\$ /kWh)



Nota: Considera las ciudades capitales de los países de la Alianza del Pacífico.  
Fuente: OSINERGMIN.

La tarifa eléctrica está constituida por tres segmentos, generación, transmisión y distribución. Durante el periodo de análisis, el segmento que más ha contribuido al incremento de la tarifa es la transmisión (18 puntos porcentuales), seguido por la generación (15,7 puntos porcentuales) y en menor medida la distribución (1,6 puntos porcentuales).<sup>16</sup> La transmisión ahora explica aproximadamente el 25 por ciento de la tarifa eléctrica total, a diferencia de fines de 2013 cuando la transmisión solo contribuía con el 15 por ciento de la tarifa total.

En la tarifa de transmisión se han incluido diversos cargos destinados a financiar nueva infraestructura. Entre ellos destacan los cargos tarifarios asociados a las centrales de generación que utilizan recursos energéticos renovables (RER), los cargos por reserva fría (RF) y los cargos

<sup>16</sup> Las tarifas de generación, transmisión y distribución se actualizan según variables macroeconómicas tales como el tipo de cambio, el índice de precios al por mayor (IPM), el precio del gas natural, entre otras.

para la construcción del Nodo Energético del Sur (NES). En el caso del proyecto del Gasoducto Sur Peruano, el cargo en la transmisión se desactivó en febrero de 2017.

El Decreto Legislativo N° 1002 de mayo de 2008 (“De promoción de la inversión para la generación de electricidad con el uso de energías renovables”) tenía la intención de fomentar la diversificación de la matriz energética hacia tecnologías limpias no convencionales como energía solar, eólica, hidroeléctrica (de hasta 20 MW de potencia), geotérmica, biomasa y mareomotriz. A través de mecanismos de subastas, la generación RER se adjudicó un precio por la energía producida, que es parcialmente financiado por los aportes de los clientes regulados a través de recargos en el peaje de conexión al sistema de transmisión principal. A la fecha existen 35 unidades de generación RER que se financian con estos recargos.

**INCREMENTO DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS RESIDENCIALES**  
(2013-2018)

Componentes	Contribución (puntos porcentuales)
Generación	15,7
Nuevos Recargos en la Tarifa de Transmisión	8,4
- Centrales de Reserva Fría (RF)	1,0
- Centrales con Base en Recursos Energéticos Renovables (RER)	4,2
- Central Térmica de Puerto Bravo (Nodo Energético del Sur)	1,8
- Central Térmica de Ilo (Nodo Energético del Sur)	1,4
- Cargo unitario por compensación de la confiabilidad en la cadena de suministro de energía	0,1
Resto de Transmisión	9,6
Distribución	1,6
<b>TOTAL</b>	<b>35,3</b>

Nota: El incremento de las tarifas eléctricas residenciales corresponde a Enel Distribución (Lima Norte) entre diciembre de 2013 y diciembre de 2018.  
Fuente: OSINERGMIN.

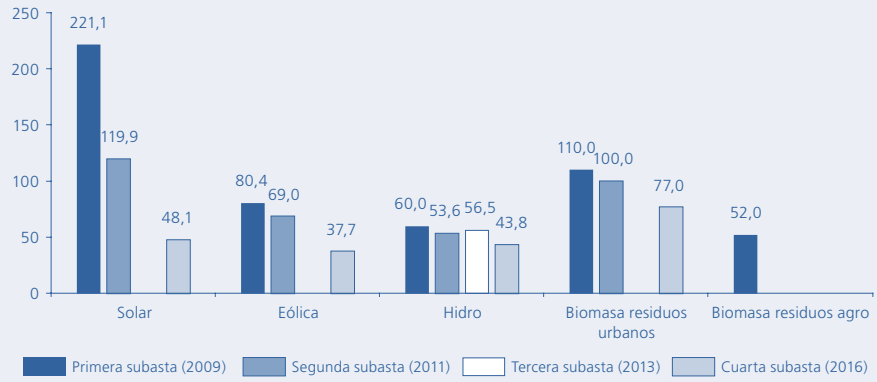
Debido al avance tecnológico, sin embargo, el precio promedio de la generación RER ha disminuido significativamente en el tiempo, en particular para las centrales solares y eólicas. En el primer caso, el precio promedio disminuyó 78 por ciento entre la primera y la cuarta subasta en Perú, mientras que el precio de la generación eólica disminuyó 53 por ciento. Los resultados de la cuarta subasta sugerirían que se estaría reduciendo la necesidad de subsidiar la generación RER en una futura subasta.







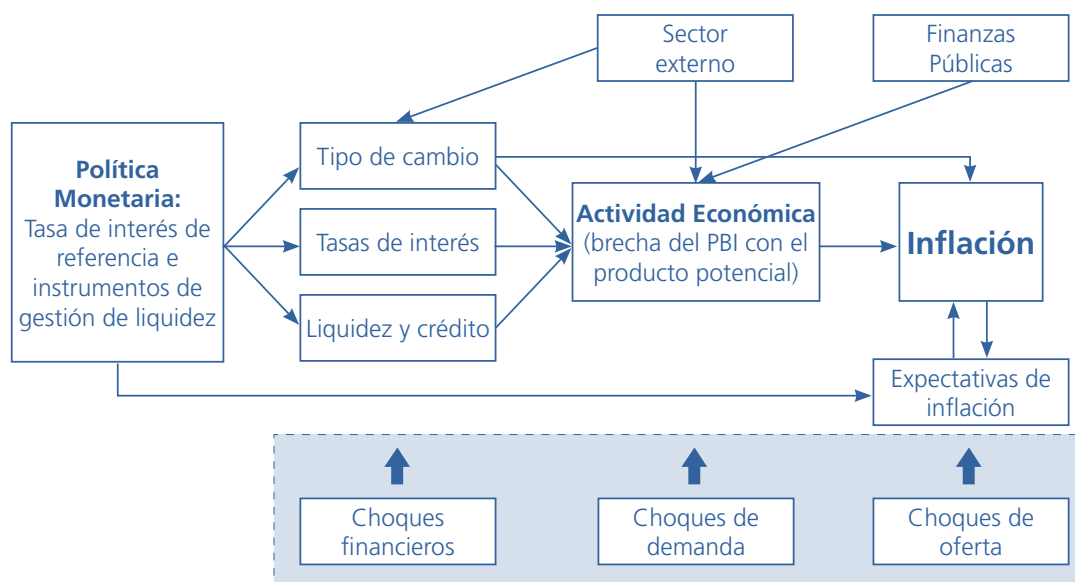
### PRECIO PROMEDIO SUBASTAS GENERACIÓN RER EN PERÚ (US\$/mWh)



Fuente: Resultados de subastas convocadas por OSINERGMIN.

## Capítulo VI

# BALANCE DE RIESGOS





## VI. Balance de riesgos

69. Toda proyección se encuentra sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados que pueden provocar desvíos respecto del escenario central. La materialización de algunos riesgos podría implicar una inflación distinta a la proyectada originalmente. Con relación a la proyección de inflación, entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación respecto del escenario base destacan:

- **Choques financieros**

Ajustes bruscos en las tasas de interés por parte de la Fed o una mayor aversión al riesgo internacional podrían presionar el tipo de cambio al alza. En el corto plazo, a través del efecto en la inflación importada, el alza en el tipo de cambio podría incrementar la inflación respecto a la evolución consistente con el escenario central de proyección. Se reduce el impacto esperado de este escenario respecto al Reporte de Inflación anterior, debido a una menor expectativa de incremento de tasa de interés por parte de la Fed.

- **Choques de demanda externa**

Se mantienen los riesgos asociados a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Si bien parte de sus efectos se han ido materializando y han sido incorporados en el escenario central del presente reporte, aún subsisten los riesgos que su escalamiento comprima el crecimiento de la actividad económica mundial, reduzca los precios de las materias primas y fortalezca al dólar. El menor crecimiento económico mundial y los menores precios de las materias primas retraerían la brecha del producto, mientras que el fortalecimiento del dólar podría contaminar las expectativas de inflación. El riesgo de este evento es menor al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre debido a la reciente tregua comercial entre EEUU y China.

- **Choques de demanda interna**

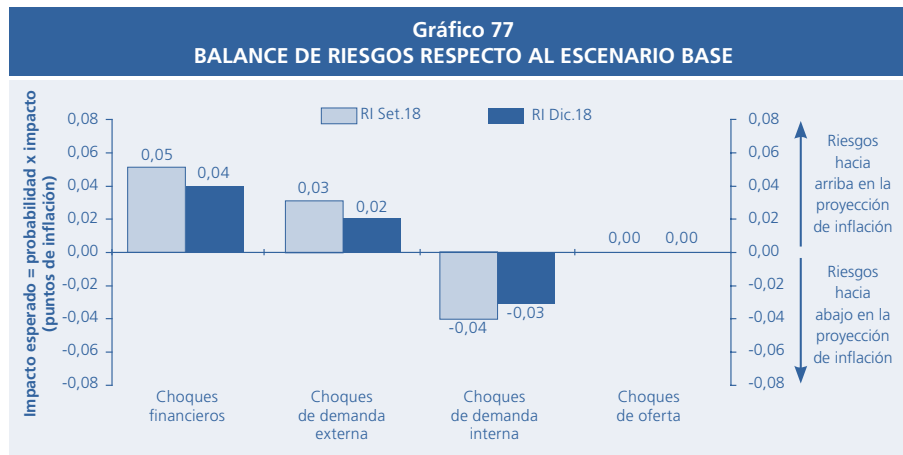
La recuperación económica podría ser más moderada si la inversión privada crece a tasas menores a las esperadas, lo que supondría una brecha del

producto más negativa por un periodo más prolongado, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base. El impacto esperado de este riesgo se revisa a la baja con respecto al Reporte de Inflación anterior debido a la menor incertidumbre política y a la mejora en la confianza empresarial respecto a la situación de la economía.

- **Choques de oferta**

El riesgo de un repentino aumento en el precio de algunos alimentos tiene un impacto esperado prácticamente nulo, similar al contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre. Al cierre del presente reporte se considera como escenario más probable que el fenómeno El Niño tenga una magnitud débil, con un impacto poco significativo en los precios de los alimentos. Por otro lado, no se anticipa un incremento significativo en el precio del petróleo crudo que pueda afectar la inflación importada y de allí las expectativas de inflación.

Este balance de riesgos de la proyección de inflación presenta un ligero sesgo positivo debido a la mayor inflación importada producida por los choques de demanda externos y financieros. Éstos serían parcialmente compensados por la incidencia de una menor brecha del producto asociada a una menor inversión. Con ello, el impacto de factores al alza de la inflación superaría al de los factores a la baja.



70. Las proyecciones muestran una alta probabilidad que la inflación esté en el centro del rango meta en el horizonte de proyección. Para diciembre de 2019 se estima una probabilidad de 40 por ciento que la inflación a fin de periodo se ubique entre 1,5 y 2,5 por ciento. Además, la probabilidad de que la inflación en 2019 se ubique por encima del límite superior del rango meta es 18 por ciento y por debajo del





límite inferior es 12 por ciento. Lo anterior refleja el sesgo positivo de la proyección de inflación asociado a los choques de demanda externos y financieros.



**BANCO DE RESERVA DEL PERU**

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE  
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

**UNA LIBRA PERUANA DE ORO**

— DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY Nº 4500 —

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

*[Handwritten signatures and names, including E. F. Romero]*