



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Marzo 2019*

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

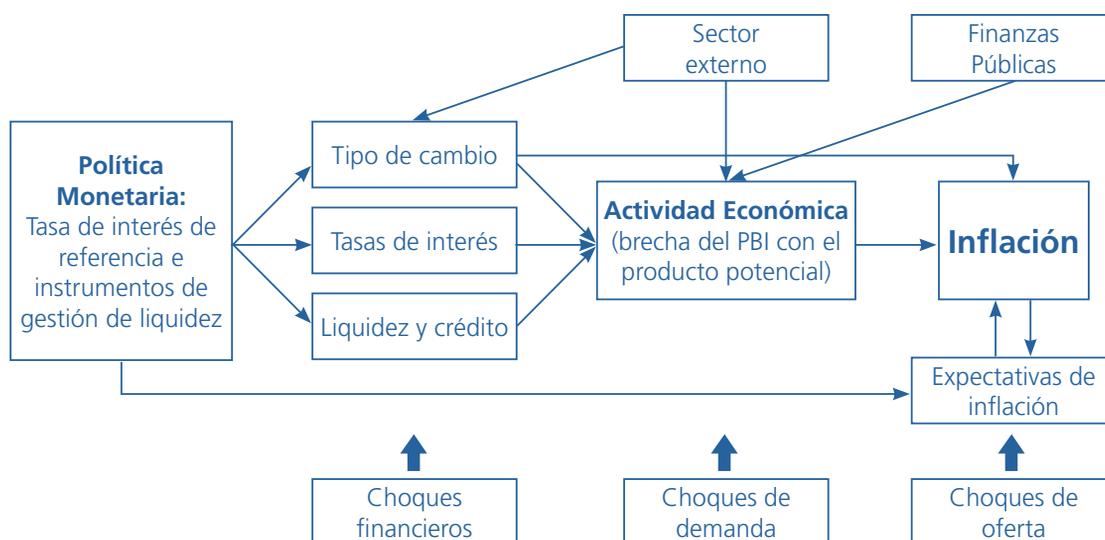


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

Marzo 2019



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

## **REPORTE DE INFLACIÓN**

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

Marzo 2019

### CONTENIDO

	Pág.
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Sector externo.....	11
- Economía mundial .....	11
- Mercados financieros internacionales .....	19
II. Balanza de Pagos .....	25
- Cuenta corriente.....	25
- Términos de intercambio.....	28
- Financiamiento externo.....	36
III. Actividad económica .....	39
- PBI gasto.....	39
- PBI sectorial .....	46
IV. Finanzas públicas.....	56
- Evolución reciente de las cuentas fiscales .....	56
- Proyecciones .....	58
V. Política monetaria y mercados financieros.....	73
- Acciones de política monetaria.....	73
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación .....	89
- Evolución reciente y expectativas de inflación.....	89
- Proyecciones .....	92
- Balance de riesgos de inflación.....	94

### RECUADROS

1. Evolución reciente de El Niño.....	49
2. Indicadores de empleo .....	52
3. Evolución del impuesto predial .....	67
4. Retos para dinamizar la inversión pública.....	70
5. Efectos del programa de desdolarización del BCRP .....	87
6. Medición del sesgo en la proyección de inflación.....	97

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2018 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno y a febrero de 2019 de cuentas monetarias, operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.



## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y 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 21 de marzo de 2019.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 5 de julio de 2019.





## Resumen

- i. Para este año se espera una moderación del crecimiento de la **actividad económica mundial**, desde 3,7 por ciento en 2018 a 3,4 por ciento, debido al impacto negativo que han tenido hasta ahora las tensiones comerciales en las economías desarrolladas. Sin embargo, esta moderación del crecimiento global vendrá acompañada de condiciones financieras externas más favorables que las previstas en diciembre, por las menores expectativas en torno al ajuste de la política monetaria de los principales bancos centrales, particularmente la Fed. Para 2020 se estima un crecimiento mundial de 3,5 por ciento en un escenario de moderación de las tensiones comerciales globales.
- ii. Los **términos de intercambio** se recuperarían moderadamente en el horizonte de proyección 2019-2020 (1,3 y 0,4 por ciento, respectivamente), luego de registrar una ligera disminución en 2018 (-0,1 por ciento). Los precios de los minerales serían ligeramente más altos que los previstos en diciembre, como resultado de los menores temores de desaceleración de China. Como se ha venido observando en lo que va del presente año, el avance de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y las medidas de estímulo de este último país han influido en una ligera corrección de los precios de los principales *commodities*.
- iii. La corrección al alza de los términos de intercambio implicará un mayor superávit de la balanza comercial y con ello, un menor déficit de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de diciembre. Para 2019 y 2020 se espera un déficit de cuenta corriente de 1,3 por ciento del PBI en ambos años. 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 así como a los flujos proyectados en el Reporte de diciembre.
- iv. En 2018 la **actividad económica** creció 4,0 por ciento, sustentada en la evolución positiva de la inversión privada minera, y en el sostenido crecimiento del consumo privado. Además, la inversión pública revirtió la caída observada en 2017 en razón a los montos invertidos en los Juegos Panamericanos y en obras de infraestructura vial por parte de los gobiernos locales.

La economía mantendría un ritmo de crecimiento del PBI de 4,0 por ciento para los años 2019 y 2020. Este año la moderación del gasto público, asociada





al cambio de las autoridades subnacionales, será compensada por el mayor gasto privado, en un contexto de mejora de los términos de intercambio y de mantenimiento de la confianza empresarial. En 2020, el mayor crecimiento de la producción minera se sumará al dinamismo de la demanda interna por el avance de los megaproyectos mineros y de las obras de infraestructura. De esta forma, la brecha del producto tenderá a cerrarse gradualmente en el horizonte de proyección.

- v. La proyección del **déficit fiscal** para este año se ha reducido de 2,6 por ciento del PBI en el Reporte de diciembre de 2018 a 2,3 por ciento del PBI en el presente Reporte. Este cambio se debe a los menores gastos no financieros proyectados que pasan de 20,4 a 20,2 por ciento del PBI, teniendo en consideración la mayor caída de la inversión pública en lo que va del año. La tendencia decreciente del déficit fiscal iniciada en 2018 continuará en 2020 con un déficit de 2,1 por ciento, en línea con el proceso de consolidación fiscal. Esta proyección implica un impulso fiscal ponderado positivo para 2018 y negativo para 2019 y 2020, lo que coincidiría con un mayor gasto privado y la reducción de la brecha del producto.
- vi. El Directorio del BCRP ha mantenido **la tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento desde marzo de 2018, lo que es compatible con una política monetaria expansiva (tasa real de 0,35 por ciento), en un contexto de inflación de alrededor de 2,0 por ciento desde noviembre y de una brecha del producto negativa que se proyecta continuará cerrándose gradualmente en el horizonte de proyección.
- vii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 7,6 por ciento interanual en febrero. Esta evolución se reflejó en todos los segmentos especialmente en el de personas naturales. 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.
- viii. La **inflación** interanual pasó de 2,2 por ciento en noviembre de 2018 a 2,0 por ciento en febrero de 2019, ubicándose en el punto medio del rango meta. Las expectativas de inflación, que desde marzo de 2017 se mantienen dentro del rango meta, se ubicaron en 2,4 por ciento en febrero y se estima que disminuirán gradualmente hacia 2,0 por ciento en el horizonte de proyección.

- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** considerado en este Reporte –choques de demanda externa, choques financieros internacionales y choques de demanda interna– se traduce en un sesgo neutral en la proyección de inflación, lo cual contrasta con un sesgo al alza presentado en el Reporte de Inflación de diciembre.



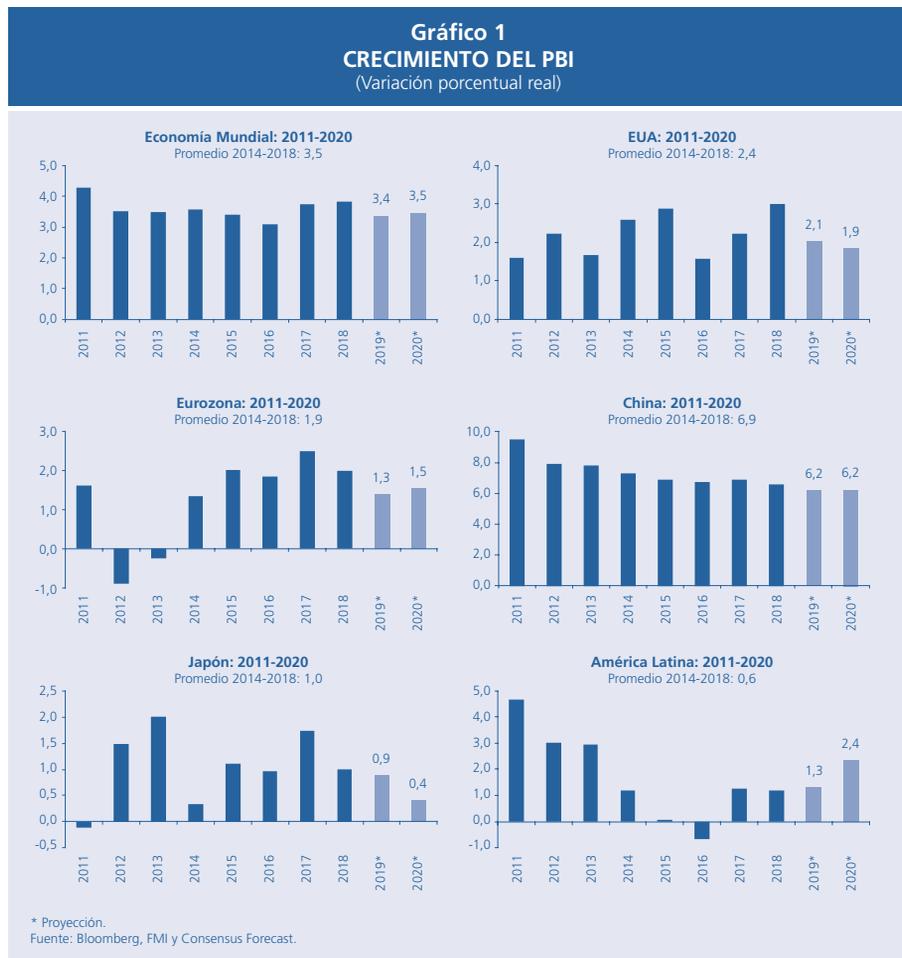


## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

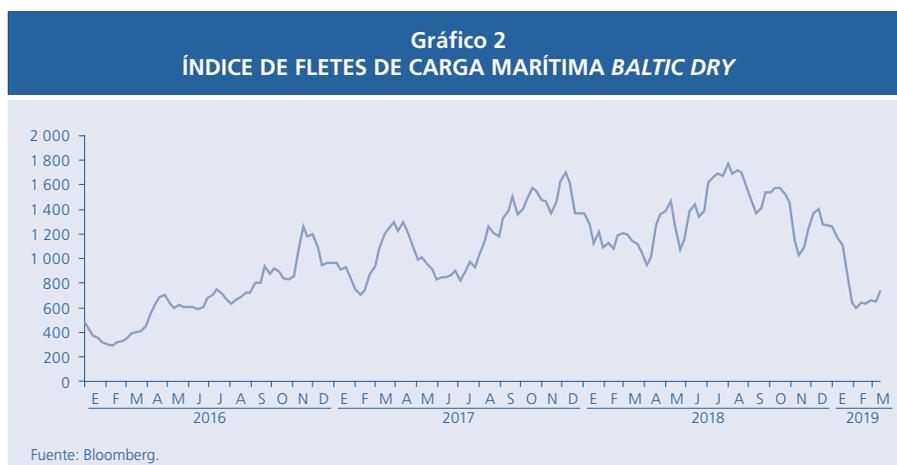
	2017	2018	2019 <sup>1/</sup>		2020 <sup>1/</sup>	
			Ri Dic.18	Ri Mar.19	Ri Dic.18	Ri Mar.19
<b>Var. % real</b>						
1. Producto bruto interno	2,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
2. Demanda interna	1,4	4,3	3,9	3,9	4,0	4,1
a. Consumo privado	2,6	3,8	3,7	3,8	3,9	3,9
b. Consumo público	0,5	2,0	2,9	2,5	1,8	2,2
c. Inversión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



Para el año 2020, se revisa a la baja la proyección de crecimiento mundial de 3,6 por ciento en el Reporte previo a 3,5 por ciento por la moderación del crecimiento de las economías desarrolladas.



- Esta proyección de la actividad económica mundial es consistente con la evolución reciente. Por un lado, los indicadores de comercio mundial se han desacelerado significativamente. Un indicador que muestra esta tendencia es el *Baltic Dry Index* (que mide el costo de fletes para carga marítima), que en lo que va del año ha disminuido 43 por ciento. Asimismo, el *Purchasing Managers Index* (PMI) de manufactura global de febrero presentó su décima caída consecutiva; esta caída ha sido prácticamente generalizada a nivel de las grandes economías, ubicándose incluso en zona de contracción en los casos de Eurozona, China y Japón.



3. Este menor dinamismo de la actividad económica global viene acompañado de menores presiones inflacionarias, lo que ha reducido significativamente las expectativas en torno a un ajuste de la política monetaria de los principales bancos centrales, particularmente de la Fed. A esto se suman los avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China (con la prórroga de la tregua comercial), y las medidas de estímulo fiscal en China. Todos estos eventos han reducido la percepción de riesgo y han implicado en las últimas semanas una entrada de capitales a las economías emergentes, depreciación del dólar frente a monedas emergentes e incremento en el precio de la mayoría de los *commodities*.
4. La economía de **Estados Unidos** continuó expandiéndose durante el cuarto trimestre de 2018 (2,2 por ciento), aunque a una tasa menor que la de trimestres previos.





El menor ritmo de crecimiento se asocia, de un lado, a la moderada evolución de la inversión no residencial, en un contexto de menores ganancias corporativas. Por otro lado, la inversión residencial continuó mostrando tasas negativas, en línea con el aumento de las tasas hipotecarias y la evolución reciente de los precios de las viviendas. En efecto, el índice de precios *Case-Shiller* se estabilizó a partir del tercer trimestre y se contrajo ligeramente en noviembre y diciembre de 2018.

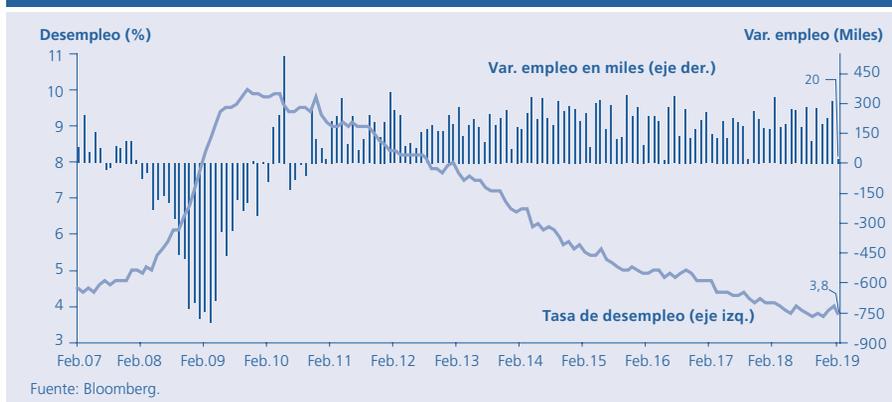
**Cuadro 2**  
**EUA: PBI**  
(Variación porcentual anual)

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

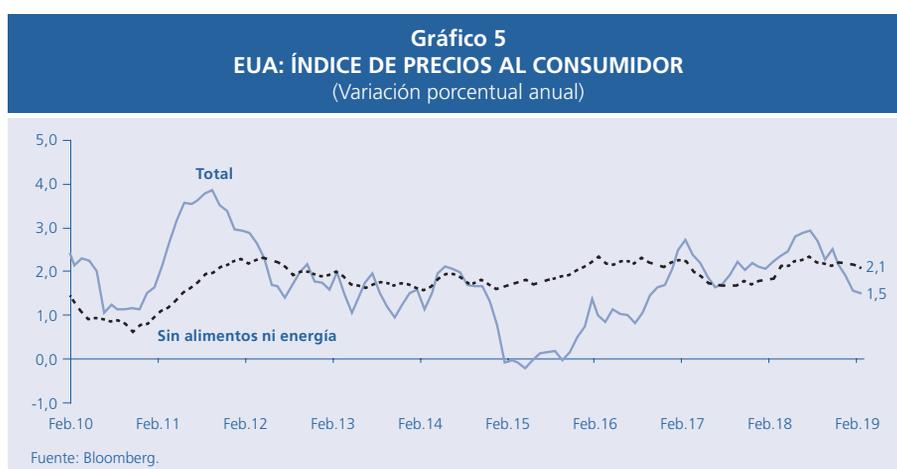
\*Contribución al crecimiento.  
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

La desaceleración reciente de la actividad económica es consistente con una proyección de menor crecimiento para 2019, que pasaría de 2,9 por ciento en 2018 a 2,1 por ciento. El crecimiento de 2019 se ha revisado ligeramente a la baja (desde 2,2 por ciento proyectado en diciembre), en línea con un crecimiento del primer trimestre menor al esperado, debido a la contracción de la inversión inmobiliaria y al menor dinamismo del consumo. Este último estaría afectado por la evolución reciente del empleo: en el mes de febrero se crearon 20 mil puestos de trabajo, menor a los 180 mil esperados.

**Gráfico 4**  
**EUA: NÓMINAS Y TASA DE DESEMPLEO**



Este menor dinamismo ha estado acompañado por una desaceleración de la inflación, debido principalmente a menores precios de energía. En febrero, la inflación fue 1,5 por ciento, continuando con la tendencia decreciente observada en meses previos. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, tuvo una reducción menor y se ubicó en dicho mes en 2,1 por ciento.



En este contexto, en las reuniones de enero y marzo, la Fed mantuvo su tasa de interés. En la reunión de marzo, además, revisó a la baja la proyección de crecimiento y de inflación (y al alza la proyección de desempleo) para los años 2019 y 2020.

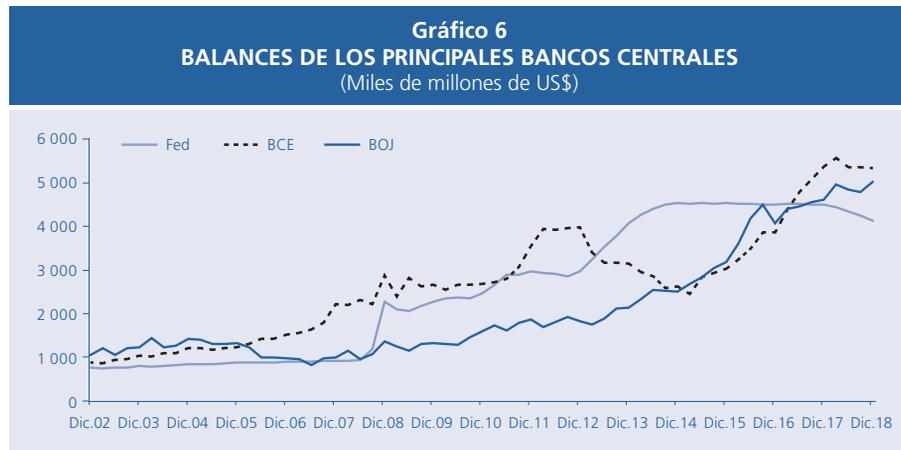
**Cuadro 3**  
**PROYECCIONES DE LA FED\***

	2019		2020		2021		Largo Plazo	
	Dic.18	Mar.19	Dic.18	Mar.19	Dic.18	Mar.19	Dic.18	Mar.19
<b>Crecimiento</b>	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
<b>Tasa de desempleo</b>	3,5	3,7	3,6	3,8	3,8	3,9	4,4	4,3
<b>Inflación (PCE)</b>	1,9	1,8	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0
<b>Inflación subyacente (PCE subyacente)</b>	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
<b>Tasa de interés (%)</b>	2,9	2,4	3,1	2,6	3,1	2,6	2,8	2,8

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

Consistente con estos cambios, la Fed redujo de 2 a 0 el número de alzas de tasas esperadas para 2019 y mantuvo la proyección de un alza para 2020. Asimismo, modificó el programa de reducción de activos (programa que entró en vigencia en octubre de 2017) con el fin de contemplar una disminución más gradual del balance y una recomposición a favor de los bonos del tesoro.



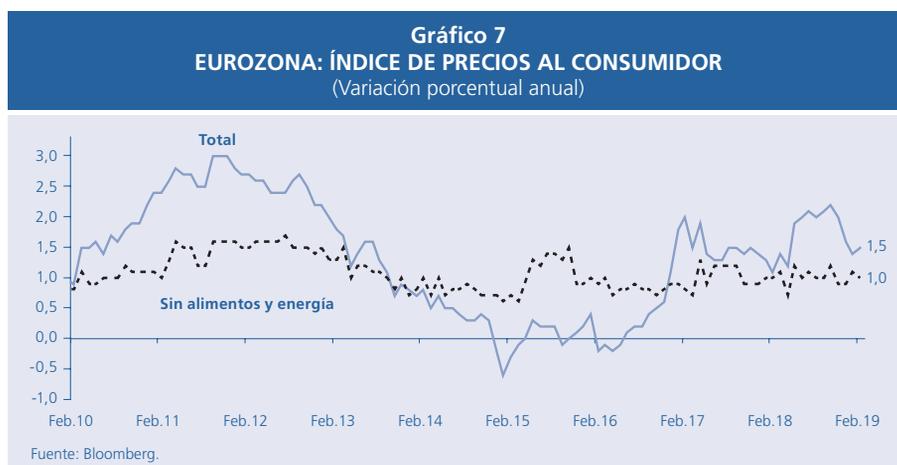


5. La **Eurozona** continuó mostrando durante los primeros meses de este año una moderación de su crecimiento. En términos sectoriales, se observa una caída significativa en el sector manufacturero, continuando con la tendencia observada en 2018. En febrero, el indicador del PMI se ubicó por debajo de 50 (zona de contracción) por primera vez en seis años. Influyó en este resultado la evolución de las exportaciones en el contexto de desaceleración global. Por países, destaca la desaceleración de Alemania, cuya producción industrial se redujo 0,8 por ciento en enero (afectada en parte por choques idiosincráticos vinculados a regulaciones medioambientales en el sector automotriz).

Por el lado del gasto, destaca la caída en la confianza del inversionista, que se explica por el deterioro de las expectativas asociadas a las tensiones comerciales y a la incertidumbre respecto al *Brexit*. La confianza empresarial ha disminuido sostenidamente desde junio de 2018 hasta alcanzar en febrero su menor nivel en dos años.

En este contexto, se espera que la economía de la Eurozona reduzca su tasa de crecimiento de 1,8 por ciento en 2018 a 1,3 por ciento en 2019. Esta proyección supone una revisión a la baja respecto al Reporte de Inflación de diciembre, en particular para las tres economías más grandes del bloque (Alemania, Francia e Italia). Para 2020, se estima un crecimiento de 1,5 por ciento.

La inflación ha venido mostrando una tendencia a la baja desde octubre del año pasado (2,3 por ciento interanual) hasta llegar a 1,5 por ciento en febrero, reflejando menores precios de energía y del sector servicios. Asimismo, la inflación subyacente se ha mantenido en niveles bajos (alrededor de 1 por ciento).



Dada la moderación del crecimiento del PBI y las presiones inflacionarias contenidas, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de marzo, mantuvo las tasas de interés de política y precisó que las mismas se mantendrán hasta finales de año, en contraste con el anuncio previo (que preveía alzas hacia mediados de año). Asimismo, el banco anunció un tercer programa de financiamiento a largo plazo (*Targeted Long Term Refinancing Operation – TLTRO III*) para el período de setiembre de 2019 a marzo de 2021 que permita condiciones financieras favorables y una mejor transmisión de la política monetaria. El BCE señaló que el menor ritmo de crecimiento de la economía está limitando que la inflación se aproxime hacia su meta (cerca a 2 por ciento).

- Entre las economías emergentes, el crecimiento del PBI de **China** estuvo de acuerdo a lo previsto. El PBI del último trimestre de 2018 creció 6,4 por ciento, la menor tasa del año, con lo que la actividad creció 6,6 por ciento en 2018 (6,9 por ciento en 2017).



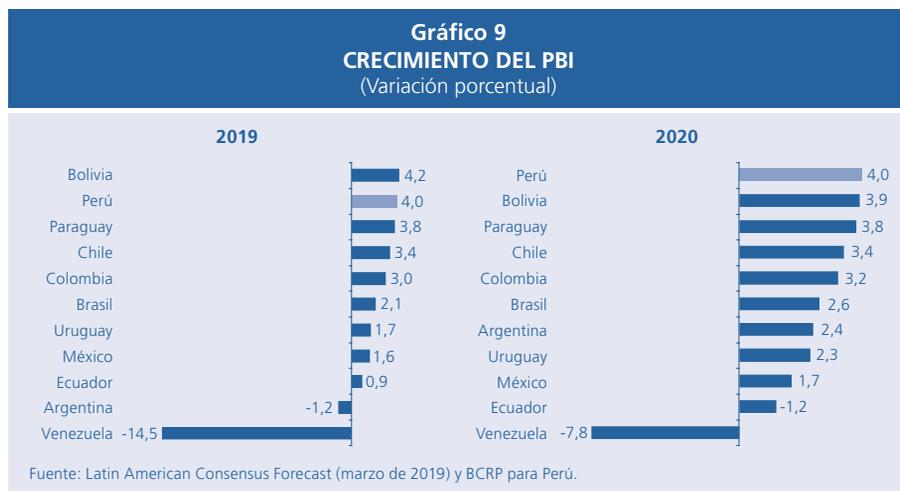


Destacó la desaceleración de la inversión, cuya tasa de variación interanual pasó de 7,9 por ciento en enero de 2018 a un piso de 5,3 por ciento en agosto de ese año, para luego retomar una tendencia levemente creciente y cerrar con una tasa de 5,9 por ciento en diciembre. Esta ligera recuperación se dio en un contexto de medidas anunciadas que apuntaban a un alivio financiero de las pequeñas empresas y a una recuperación de la inversión de los gobiernos locales.

Frente a este menor dinamismo de la actividad, el gobierno chino anunció su meta de crecimiento para 2019 en un rango entre 6,0 y 6,5 por ciento, que implica una moderación con respecto a su meta para 2018 (en torno a 6,5 por ciento). Esta meta sería consistente con recortes tributarios (destacando una reducción de la tasa del Impuesto al Valor Agregado – IVA, diferenciada por sectores) y una expansión del gasto público que conducirían a una elevación del déficit fiscal a 2,8 por ciento del PBI en 2019 (2,6 por ciento de PBI en 2018).

7. Se estima que **América Latina** crezca 1,3 por ciento en 2019 y 2,4 por ciento en 2020. Para 2019, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento en línea con los indicadores de actividad recientes. La región se ha visto afectada por las tensiones comerciales y temores de una desaceleración global.

A nivel de países destacan los crecimientos de Chile (3,4 por ciento) y Colombia (3,0 por ciento), aunque a tasas menores que las proyectadas en el reporte anterior. En Brasil se espera un crecimiento de 2,1 por ciento, luego de superada la incertidumbre electoral y la expectativa de aplicación de reformas. Por el contrario, México presenta una tasa de crecimiento menor (1,6 por ciento), ante la situación de PEMEX y su posición fiscal. En el caso de Argentina, la economía continúa en recesión; altos niveles de déficit en cuenta corriente e inflación limitan la respuesta expansiva de política monetaria y fiscal.



Cabe señalar que hacia el cierre de este reporte, se ha observado una mayor entrada de capitales a la región y una recuperación en el precio de la mayoría de *commodities*, reflejo de una posición menos restrictiva de la Fed y de la posibilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China.

Por su parte, la inflación se ha venido moderando en la mayoría de países, en línea con la desaceleración económica y las menores presiones cambiarias en lo que va de 2019. En los países con esquemas de metas de inflación, la inflación se ha ubicado dentro del rango meta (con excepción de Chile, cuya inflación se sitúa ligeramente por debajo del límite inferior).



## Mercados financieros internacionales

- Entre los meses de enero y febrero, los mercados financieros se vieron beneficiados de una marcada caída de la **aversión al riesgo**, lo que se explica por el avance de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, las expectativas de un menor ajuste de la tasa de interés de la Fed y resultados corporativos por encima de lo estimado. Sin embargo, las ganancias fueron limitadas por las preocupaciones sobre la desaceleración global.

Estos factores determinaron una recuperación de las bolsas de valores (luego de la caída de 2018), presiones apreciatorias sobre monedas emergentes y una recuperación de los precios de la mayoría de *commodities*. Asimismo, las entradas de capitales hacia economías emergentes fueron mayores en lo que va del año frente a los meses previos.





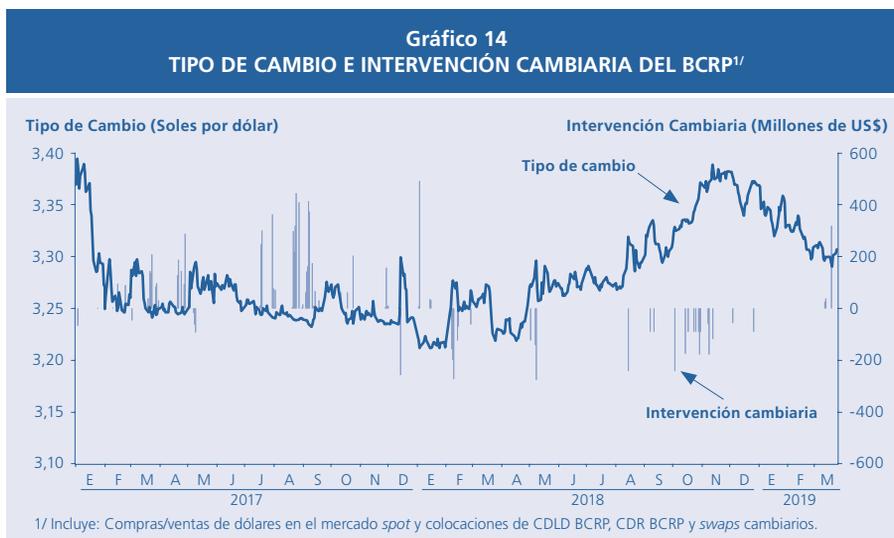
9. Respecto a las **monedas de los mercados emergentes**, la mayoría se fortaleció respecto al dólar. A la posición menos restrictiva de la Fed se sumó el aumento de los precios de los metales y, en varios casos, mejores datos de actividad. Destaca la apreciación del peso chileno, rublo ruso y peso colombiano. Sin embargo, otras monedas como el peso argentino y la rupia india continuaron mostrando debilidad. El peso argentino se depreció tras las compras diarias de dólares del BCRA (producto de las fluctuaciones del dólar en la zona de intervención), contracción de la actividad y ruido político de las elecciones en octubre; mientras que la rupia india se debilitó debido al aumento del precio del petróleo (el país es un importador de crudo), tensiones geopolíticas con Pakistán, desaceleración económica y reducción de la inflación por debajo de su rango meta.

		Cuadro 4 TIPOS DE CAMBIO					
		Dic. 17	Feb. 18	Dic. 18	Feb. 19	Variación (%) acumulada 2019*	Variación Feb.2019/ Feb.2018 (%)*
Índice dólar	US Dollar Index	92,12	90,61	96,17	96,16	0,0	6,1
EURO	Euro	1,200	1,219	1,144	1,137	-0,6	-6,7
REINO UNIDO	Libra	1,351	1,376	1,281	1,326	3,5	-3,6
JAPÓN	Yen	112,670	106,670	109,930	111,370	1,3	4,4
BRASIL	Real	3,312	3,246	3,880	3,751	-3,3	15,6
COLOMBIA	Peso	2 982	2 866	3 245	3 080	-5,1	7,5
CHILE	Peso	615	595	693	656	-5,4	10,2
MÉXICO	Peso	19,65	18,83	19,65	19,28	-1,9	2,4
ARGENTINA	Peso	18,59	20,11	37,65	39,09	3,8	94,4
<b>PERÚ</b>	<b>Sol</b>	<b>3,237</b>	<b>3,266</b>	<b>3,372</b>	<b>3,298</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,0</b>
SUDÁFRICA	Rand	12,36	11,79	14,38	14,08	-2,1	19,4
INDIA	Rupia	63,83	65,20	69,77	70,83	1,5	8,6
TURQUÍA	Lira	3,79	3,80	5,29	5,33	0,8	40,5
RUSIA	Rublo	57,66	56,34	69,68	65,96	-5,3	17,1
CHINA	Yuan (onshore)	6,51	6,33	6,88	6,69	-2,7	5,7
COREA DEL SUR	Won	1 066,4	1 084,2	1 114,0	1 124,6	1,0	3,7
INDONESIA	Rupia	13 555	13 610	14 550	14 035	-3,5	3,1
TAILANDIA	Bath	32,55	31,48	32,33	31,57	-2,4	0,3
MALASIA	Ringgit	4,04	3,92	4,13	4,07	-1,6	3,8
FILIPINAS	Peso	49,98	52,08	52,49	51,87	-1,2	-0,4

\* Un aumento (una reducción) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar excepto en el euro y la libra.  
Fuente: Reuters.

En el Perú, el BCRP ha intervenido en tres ocasiones en lo que va del año, comprando dólares por US\$ 385 millones en la mesa de negociación y, al mismo tiempo, vencieron *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 1 540 millones. Con ello, el saldo de todos los instrumentos de intervención cambiaria indirecta es nulo.





**Cuadro 5**  
**INTERVENCIÓN CAMBIARIA**

Número de días de negociación del mercado	Número de días de intervención					
	Mercado <i>Spot</i>	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total ( <i>spot</i> y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención		Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)
				<i>Spot</i>	Instrumentos	
<b>2017</b>	249	55	63	22%	10%	4,5%
<b>2018</b>	245	4	30	2%	11%	3,4%
<b>2019*</b>	60	3	3	5%	0%	3,4%

\* Al 26 de marzo.

10. En los **mercados de renta fija**, el rendimiento de los bonos a 10 años de Estados Unidos registró un ligero aumento en enero y febrero, explicado por la evolución favorable de la economía y los avances en las negociaciones comerciales con China. Ello fue limitado por las expectativas de posición menos restrictiva de la Fed y temores de desaceleración global. En tanto, los rendimientos en la Eurozona se redujeron, dadas las señales de desaceleración económica y menor ruido en torno al presupuesto de Italia. En el Reino Unido, el alza estuvo en línea con la percepción de una salida ordenada de la Unión Europea; y, en Japón, la ligera caída del rendimiento se explica por la desaceleración económica. En las economías emergentes, los rendimientos en su mayoría cayeron en el contexto generalizado de mayor apetito por activos de mayor retorno.

**Cuadro 6**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**

	Dic.17	Dic.18	Feb.19	Variación acumulada 2019 (pbs.)
ESTADOS UNIDOS	2,41	2,69	2,72	3
ALEMANIA	0,42	0,24	0,18	-6
FRANCIA	0,78	0,71	0,57	-14
ITALIA	2,01	2,74	2,75	1
ESPAÑA	1,56	1,41	1,17	-24
GRECIA	4,07	4,35	3,65	-69
GRAN BRETAÑA	1,19	1,28	1,30	3
JAPÓN	0,04	-0,01	-0,03	-2
BRASIL	10,26	9,24	9,00	-23
COLOMBIA	6,48	6,75	6,85	10
CHILE	4,55	4,24	3,77	-47
MÉXICO	7,65	8,64	8,16	-48
<b>PERÚ</b>	<b>4,87</b>	<b>5,35</b>	<b>5,15</b>	<b>-20</b>
SUDÁFRICA	8,86	9,28	9,15	-13
INDIA	7,33	7,37	7,41	4
TURQUÍA	11,35	15,80	14,45	-135
RUSIA	3,87	5,05	4,69	-36
CHINA	3,90	3,31	3,18	-13
COREA DEL SUR	2,47	2,73	2,73	0
INDONESIA	6,29	7,98	7,79	-19
TAILANDIA	2,32	2,48	2,47	-1
MALASIA	3,91	4,08	3,89	-19
FILIPINAS	5,70	7,67	7,67	0

Fuente: Bloomberg.

11. En los **mercados de renta variable**, se apreció un alza generalizada, revirtiendo las pérdidas registradas en el cuarto trimestre de 2018. Estos resultados estuvieron asociados a la menor aversión al riesgo, consecuencia de la posibilidad de acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, culminación del *shutdown* en Estados Unidos y la posición menos restrictiva de la Fed.

También influyeron, en particular en Estados Unidos, los resultados corporativos del cuarto trimestre de 2018 (por encima de los esperados). Finalmente, las bolsas de valores de países emergentes también se beneficiaron por la mejora en el precio de los *commodities*.



**Cuadro 7  
BOLSAS DE VALORES**

		<b>Dic.17</b>	<b>Dic.18</b>	<b>Feb.19</b>	<b>Variación (%) acumulada 2019</b>
VIX*	S&P 500	11,04	25,42	14,78	-10,6
ESTADOS UNIDOS	Dow Jones	24 719	23 327	25 916	11,1
ALEMANIA	DAX	12 918	10 559	11 516	9,1
FRANCIA	CAC 40	5 313	4 731	5 241	10,8
ITALIA	FTSE MIB	21 853	18 324	20 659	12,7
ESPAÑA	IBEX 35	10 044	8 540	9 278	8,6
GRECIA	ASE	802	613	708	15,4
REINO UNIDO	FTSE 100	7 688	6 728	7 075	5,2
JAPÓN	Nikkei 225	22 765	20 015	21 385	6,8
BRASIL	Bovespa	76 402	87 887	95 584	8,8
COLOMBIA	IGBC	11 478	11 144	12 221	9,7
CHILE	IGP	27 981	25 950	26 797	3,3
MÉXICO	IPC	49 354	41 640	42 824	2,8
ARGENTINA	Merval	30 066	30 293	34 486	13,8
<b>PERÚ</b>	<b>Ind. Gral.</b>	<b>19 974</b>	<b>19 350</b>	<b>20 614</b>	<b>6,5</b>
SUDÁFRICA	JSE	59 505	52 737	56 002	6,2
INDIA	CNX Nifty	10 531	10 863	10 793	-0,6
TURQUÍA	XU100	115 333	91 270	104 530	14,5
RUSIA	Interfax	1 152	1 066	1 188	11,5
CHINA	Shangai C.	3 307	2 494	2 941	17,9
COREA DEL SUR	Seul Composite	2 467	2 041	2 195	7,6
INDONESIA	JCI	6 356	6 194	6 443	4,0
TAILANDIA	SET	1 754	1 564	1 653	5,7
MALASIA	KLSE	1 797	1 691	1 708	1,0
FILIPINAS	Psei	8 558	7 466	7 705	3,2

\* Datos y variación en puntos.  
Fuente: Bloomberg.

## II. Balanza de Pagos

### Cuenta corriente

12. La cuenta corriente registró un déficit de 1,5 por ciento del PBI en 2018, mayor al del año previo (1,2 por ciento del PBI). El resultado del año reflejó la recuperación de la demanda interna. La balanza comercial continuó registrando por tercer año consecutivo un superávit, que fue el mayor de los últimos siete años.

Para el horizonte de proyección, no obstante el menor dinamismo de la actividad global previsto para este año, se prevé mejores condiciones financieras externas derivadas del alza más gradual de las tasas de interés de la Fed y de los menores temores de una desaceleración brusca de la economía china, y una mejora de los precios internacionales que se reflejarán en un menor déficit de la cuenta corriente en los próximos dos años.

Los avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China y las medidas fiscales recientes de este país han estado brindando soporte a los principales mercados emergentes y a los de *commodities*. Con ello, se esperan precios de las exportaciones (minerales) e importaciones (petróleo) ligeramente más altos y más bajos, respectivamente, que los proyectados en diciembre, lo que implicará un ligero incremento de los términos de intercambio en este año (1,3 por ciento) y en 2020 (0,4 por ciento).

13. En este escenario, se ha revisado la proyección del **déficit de cuenta corriente** para 2019 y 2020 a 1,3 por ciento del PBI en ambos años, en línea con la mejora prevista de los términos de intercambio.





Durante todo el horizonte de proyección, **los flujos de capitales externos de largo plazo** para el sector privado seguirán financiando los requerimientos de la cuenta corriente. En el caso de los capitales dirigidos al **sector público**, en lo que va del presente año, la demanda de títulos soberanos peruanos por parte de no residentes ha sido mayor que la prevista en diciembre, en línea con la mayor entrada de capitales a los mercados emergentes.

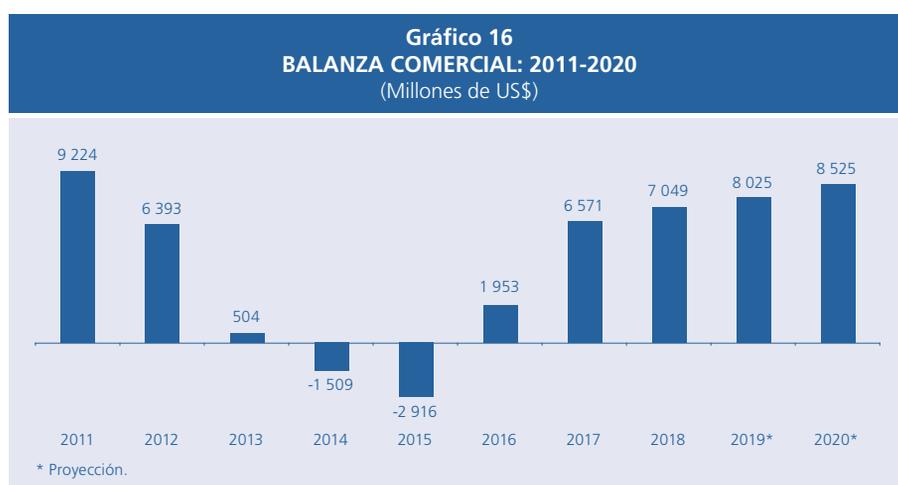
**Cuadro 8**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2017	2018	2019*		2020*	
			RI Dic. 18	RI Mar. 19	RI Dic. 18	RI Mar. 19
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2 537</b>	<b>-3 349</b>	<b>-3 770</b>	<b>-2 997</b>	<b>-4 103</b>	<b>-3 308</b>
Porcentaje del PBI	-1,2	-1,5	-1,6	-1,3	-1,7	-1,3
1. Balanza comercial	6 571	7 049	6 331	8 025	6 318	8 525
a. Exportaciones	45 275	48 942	49 959	51 026	52 988	55 391
De las cuales:						
i) Tradicionales	33 446	35 540	34 824	36 431	36 232	39 175
ii) No Tradicionales	11 699	13 214	14 976	14 424	16 597	16 037
b. Importaciones	-38 704	-41 893	-43 628	-43 000	-46 670	-46 866
2. Servicios	-1 434	-2 532	-2 256	-2 697	-2 427	-2 854
3. Renta de factores	-11 263	-11 422	-11 515	-11 988	-11 834	-12 811
4. Transferencias corrientes	3 589	3 556	3 669	3 662	3 840	3 832
Del cual: Remesas del exterior	3 051	3 225	3 364	3 364	3 532	3 532
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>4 472</b>	<b>-151</b>	<b>4 533</b>	<b>7 333</b>	<b>6 686</b>	<b>6 389</b>
1. Sector privado	1 223	-2 250	3 759	2 229	4 614	4 118
a. Largo plazo	1 653	1 367	4 645	3 525	4 634	4 227
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-430	-3 617	-886	-1 296	-20	-109
2. Sector público <sup>2/</sup>	3 249	2 099	775	5 104	2 072	2 270
<b>III. VARIACIÓN DE RIN</b>	<b>1 936</b>	<b>-3 500</b>	<b>763</b>	<b>4 335</b>	<b>2 583</b>	<b>3 081</b>

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

14. La **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 7 mil millones en 2018 y se espera que en el horizonte de proyección supere los US\$ 8 mil millones. Las exportaciones pasarían de US\$ 49 mil millones en 2018 a US\$ 55 mil millones en 2020, mientras que las importaciones subirían de US\$ 42 mil millones en 2018 a US\$ 47 mil millones en 2020.

Estas previsiones son consistentes con un escenario en el que se esperan mejores precios para nuestras exportaciones, menor cotización para el petróleo, condiciones financieras externas más favorables y un crecimiento sostenido de la actividad económica en 4,0 por ciento.



**Cuadro 9**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2017	2018	2019*	2020*
<b>1. Valor:</b>				
Exportaciones	22,1	8,1	4,3	8,6
Productos tradicionales	27,7	6,3	2,5	7,5
Productos no tradicionales	8,3	13,0	9,2	11,2
Importaciones	10,2	8,2	2,6	9,0
<b>2. Volumen:</b>				
Exportaciones	8,1	1,5	4,8	5,8
Productos tradicionales	8,4	-1,6	3,5	5,0
Productos no tradicionales	7,2	10,8	8,2	7,9
Importaciones	4,6	1,6	4,5	6,7
<b>3. Precio:</b>				
Exportaciones	13,0	6,5	-0,5	2,6
Productos tradicionales	17,8	8,0	-1,0	2,4
Productos no tradicionales	1,1	1,9	0,9	3,0
Importaciones	5,4	6,6	-1,8	2,1

\* Proyección.





Las **exportaciones** en 2018 reflejaron los altos precios promedio de nuestros principales minerales y los mayores volúmenes de exportación no tradicional (agropecuarios, pesqueros y químicos). Por el contrario, los volúmenes de exportación tradicional se redujeron debido a la menor producción minera, afectada en parte por las menores leyes, agotamiento de minas y algunos problemas técnicos. Para los siguientes dos años, si bien los precios de exportación presentarían mejores niveles que los esperados en el Reporte de diciembre, el crecimiento de las exportaciones seguirá siendo explicado principalmente por un aumento en los volúmenes. Se espera un impacto positivo de la normalización de la producción minera de cobre y de la ampliación de la mina Toquepala de Southern en 2019 y de la mina Toromocho de Chinalco en 2020 sobre los volúmenes de exportación tradicional, y una moderación del impacto positivo del crecimiento mundial sobre la demanda de nuestros productos no tradicionales.

En cuanto a las **importaciones**, en el año 2018 el crecimiento reflejó principalmente los mayores precios del petróleo y sus derivados. Para 2019 y 2020 se espera un crecimiento en línea con la evolución esperada de la demanda interna, en particular de la inversión privada, y de los precios del petróleo.

### Términos de intercambio

15. Las condiciones externas recientes han llevado también a una revisión al alza de las proyecciones de los **términos de intercambio**. Para 2019, se estima que los términos de intercambio registren una expansión de 1,3 por ciento. El precio (promedio anual) de las exportaciones se reduciría 0,5 por ciento con respecto a 2018, mientras que los precios de las importaciones caerían 1,8 por ciento. En el año 2020, los términos de intercambio crecerían 0,4 por ciento.



**Cuadro 10**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2017-2020**  
(Promedio anual)

	2017	2018	2019*		2020*	
			Ri Dic.18	Ri Mar.19	Ri Dic.18	Ri Mar.19
<b>Términos de intercambio (Var. %)</b>	<b>7,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>
<b>Precios de Exportaciones (Var. %)</b>	<b>13,0</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	280	297	280	286	281	289
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	131	133	115	122	111	117
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	105	102	90	94	91	95
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 257	1 269	1 244	1 319	1 281	1 358
<b>Precios de Importaciones (Var. %)</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	51	65	60	58	60	59
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	145	186	185	173	209	181
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	131	132	152	146	157	154
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	707	637	627	662	642	682
<i>Torta de Soya (US\$ por TM)</i>	348	379	349	343	355	350

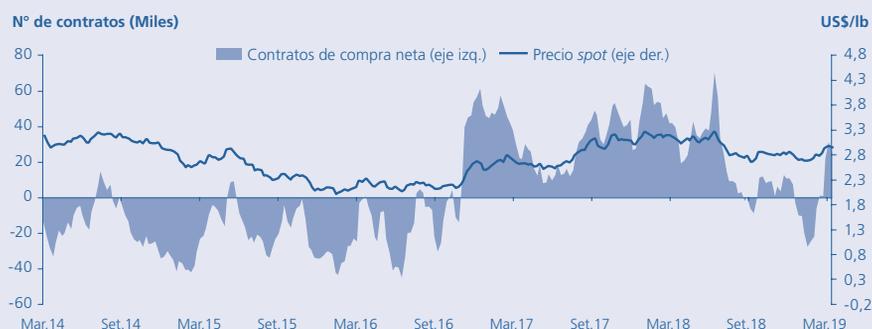
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.  
Fuente: BCRP.

### a. **Cobre**

En febrero, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,85, mayor en 3 por ciento a la registrada en diciembre de 2018. Esta recuperación se produjo luego que el precio del cobre disminuyó 11 por ciento entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018.

La cotización del cobre se recuperó principalmente en febrero, apoyada por la percepción de un mercado más ajustado y la mejora en la confianza de los inversionistas, debido a las señales positivas de las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, reflejándose en un incremento en las posiciones no comerciales.

**Gráfico 18**  
**COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES**



Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de Commodities (Commodity Futures Trading Commission) se reportan semanalmente y reflejan la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes en el mercado y abiertas por operadores no comerciales (especulativos). Solo incluye los mercados de futuros de los Estados Unidos (Bolsas de Chicago y Nueva York).  
Fuente: Bloomberg.





Se espera que el mercado global de cobre registre un déficit y se estima que los inventarios podrían caer por debajo de los niveles promedio de los últimos años. Por el lado de la demanda, se estima que el consumo de cobre de China se vea apoyado por prohibiciones más estrictas al uso de cobre reciclado y que la demanda del resto del mundo evolucione en línea con el crecimiento económico global.

Por el lado de la oferta, el inicio de nuevos proyectos en 2019, como Cobre Panamá (Panamá), Mirador (Ecuador) y Carrapateena (Australia), sería contrarrestado por la menor producción de minas existentes, en particular de Grasberg (Indonesia). Se espera que esta mina produzca menos de la mitad del cobre que obtuvo en 2018 debido a la transición de una mina de tajo abierto a una mina de socavón.

**Cuadro 11**  
**OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO**  
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017 <sup>2/</sup>	2018 <sup>2/</sup>	2019 <sup>3/</sup>
Producción Minera Global	20 357	20 060	20 520	20 674
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 338	23 524	23 876	23 895
Utilización Global de Refinados	23 605	23 789	24 263	24 187
Balance de Refinados <sup>1/</sup>	-267	-265	-387	-292

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

2/ Estimado de marzo de 2019.

3/ Proyección de volúmenes de Wood Mackenzie de marzo de 2019.

Fuente: ICSG.

Considerando la evolución reciente de los precios y las perspectivas en el balance oferta y demanda, se ha revisado al alza la cotización promedio para 2019 y 2020. Se estima que los precios corregirán la caída de 2018 y se ubicarán ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de diciembre. Los riesgos de esta proyección se asocian principalmente a las mayores tensiones comerciales o a una desaceleración mayor a la esperada en China.

**Gráfico 19**  
**COBRE: ENERO 2009 - DICIEMBRE 2020**  
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Bloomberg y BCRP.

## b. Zinc

La cotización internacional del **zinc** aumentó 3 por ciento entre diciembre y febrero de 2019. Esta recuperación se produce luego de que el precio del zinc disminuyera 18 por ciento en diciembre de 2018 respecto a diciembre de 2017.

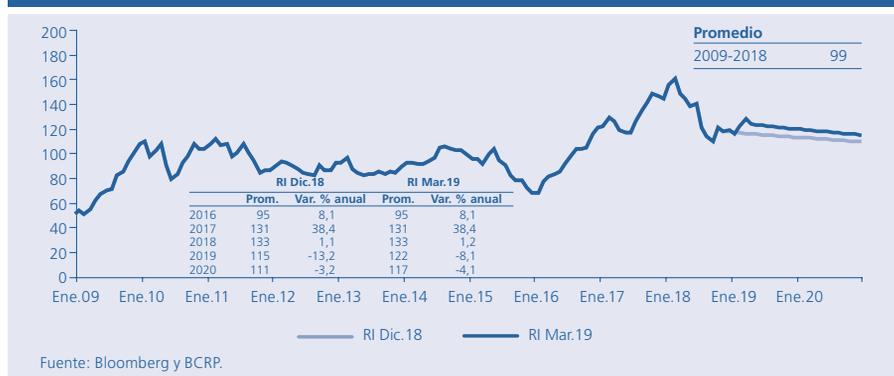
La recuperación del precio del zinc en los últimos dos meses se asoció no sólo a los factores globales mencionados anteriormente, sino también a señales de un mercado global más ajustado. Esto último se refleja en los cada vez más bajos niveles de inventarios (en niveles mínimos de 10 años) y en el aumento de las importaciones de zinc de China (que alcanzaron un máximo histórico en 2018). La oferta de refinados continúa restringida por cuellos de botella asociados a las medidas medioambientales impuestas por el gobierno chino a las fundiciones. Estas medidas impiden que el flujo de nueva capacidad de producción de mina se pueda transformar en zinc refinado. Ello, junto a las perspectivas de un crecimiento moderado de la demanda, implica que el mercado global de zinc registraría un menor déficit en 2019.

**Cuadro 12**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Producción Minera Global	13,42	13,63	12,60	12,61	12,87	13,88
Producción Global de Refinados	13,40	13,81	13,57	13,27	13,28	13,81
Utilización Global de Refinados	13,68	13,64	13,70	13,71	13,66	13,88
Balance de Refinados (en miles)	-277	169	-128	-442	-386	-72

Fuente: ILZSG, Reporte Mensual de febrero de 2019 y Proyecciones de octubre de 2018.

**Gráfico 20**  
**ZINC: ENERO 2009 - DICIEMBRE 2020**  
(ctv. US\$/lb.)



Consistente con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección de precio del zinc, en la medida que el crecimiento de la oferta de zinc refinado es más lento que lo previsto





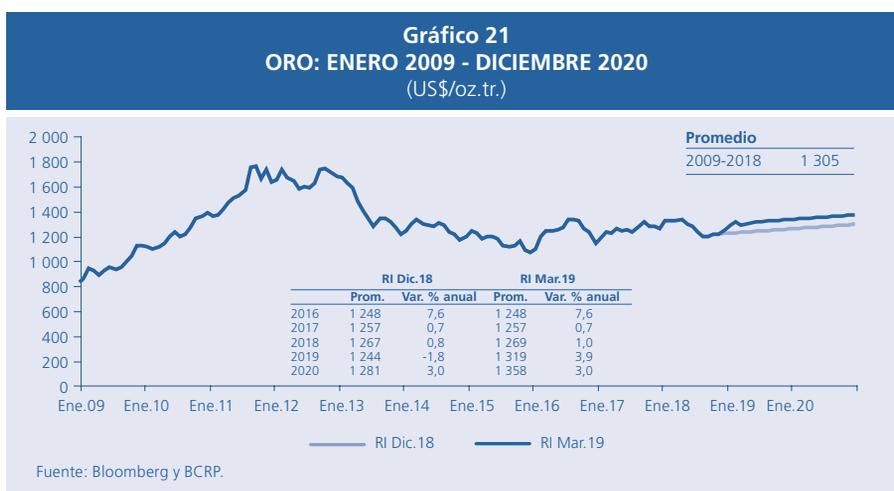
en el reporte de inflación previo. Por el contrario, la menor refinación de zinc podría significar una menor demanda por concentrados en un contexto en el que se espera un incremento importante de la producción de mina. En este sentido, se estima un superávit creciente en el mercado de concentrados; pero un déficit en el mercado de refinados.

### c. Oro

En febrero, la cotización del **oro** aumentó 5 por ciento, alcanzando un promedio de US\$/oz.tr. 1 320. Con ello, se revierte la caída de 1 por ciento que registró en 2018.

La cotización del oro aumentó en los últimos meses, luego del cambio de postura de la Fed hacia un ajuste más gradual de su política monetaria que generó menores retornos esperados en dólares, señales de desaceleración de la economía global y el retorno de los flujos de inversiones hacia los *ETFs* en oro.

En línea con ello, las proyecciones de oro se revisan al alza con respecto a las proyectadas en el Reporte de diciembre. Los principales factores de riesgo de esta proyección continúan siendo los ajustes monetarios y los riesgos geopolíticos.



### d. Petróleo

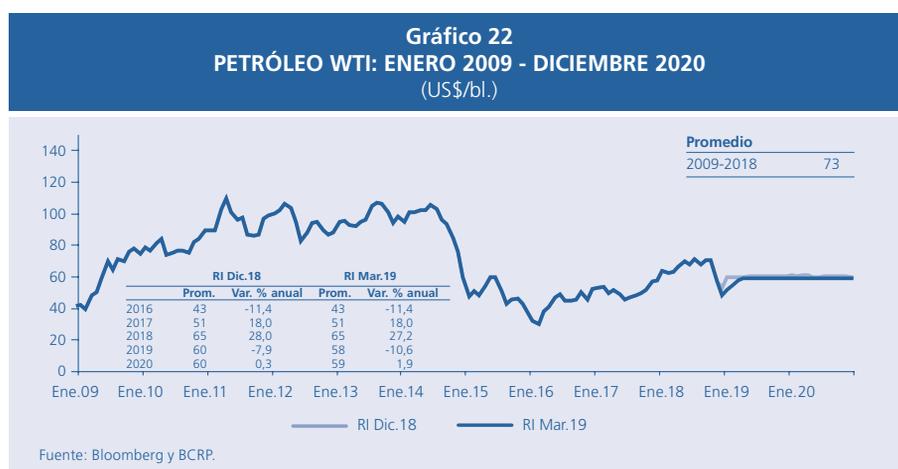
En febrero de 2019, la cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó 14 por ciento respecto a diciembre. Con ello, el precio del petróleo revirtió parcialmente la caída de 16 por ciento que acumuló en 2018.

La cotización del petróleo ha estado fuertemente influenciada por el continuo crecimiento de la producción de petróleo de Estados Unidos y, en sentido contrario,

por la decisión de la OPEP y otros productores (principalmente Rusia) de recortar su producción para equilibrar al mercado (ello luego de que en noviembre alcanzaron récord de producción). Así, luego de la fuerte caída de la cotización del petróleo en el último trimestre del año 2018, el precio se ha recuperado fuertemente en los primeros dos meses del año y ha coincidido con la menor oferta de Venezuela, como consecuencia de la crisis política que enfrenta y de las sanciones de Estados Unidos, así como la menor producción de Irán, afectado también por las sanciones impuestas por Estados Unidos.

En el horizonte de proyección, si bien se prevé que el precio del petróleo presente un ligero incremento continuando con la tendencia de los últimos meses, éste seguiría ubicándose en niveles inferiores a los proyectados en el Reporte de Inflación previo.

Los principales factores de riesgo en la proyección se vinculan a eventos geopolíticos que podrían introducir un sesgo al alza en la cotización. Por el contrario, los sesgos a la baja se asocian a una desaceleración global mayor a la esperada y a una mayor producción de petróleo de esquisto en EUA.



### e. *Alimentos importados*

El precio del **maíz** se mantuvo relativamente estable durante los dos primeros meses del año, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 137 en febrero. Ello, luego que la cotización internacional promedio del maíz acumulara un incremento de 10 por ciento en el año 2018.

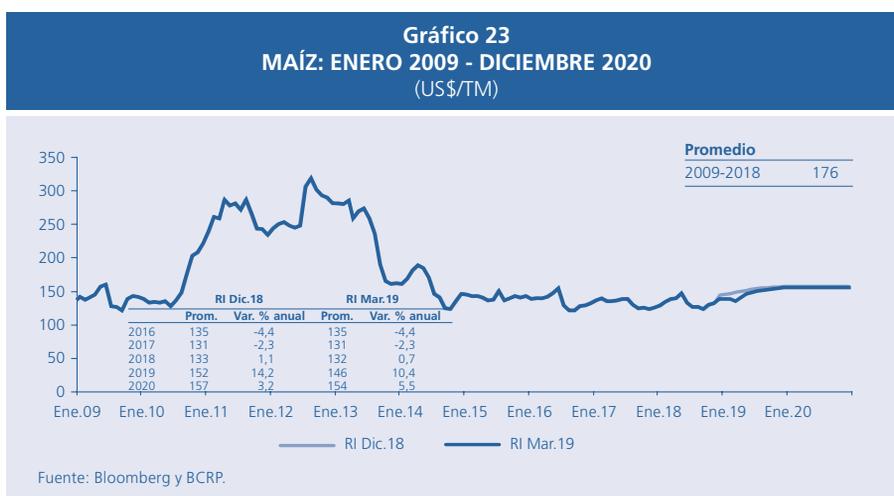
La cotización del maíz sufrió presiones a la baja por la incertidumbre derivada del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Asimismo, existe expectativa de una mayor oferta de maíz estadounidense para la temporada 2019/2020 debido a la





sustitución de cultivos (los productores de Estados Unidos están evaluando rotar del cultivo de la soya al cultivo del maíz como resultado de la menor demanda china de soya). Esta mayor siembra compensaría la menor producción de Brasil cuya primera campaña se ha visto afectada por condiciones climáticas desfavorables (sequía).

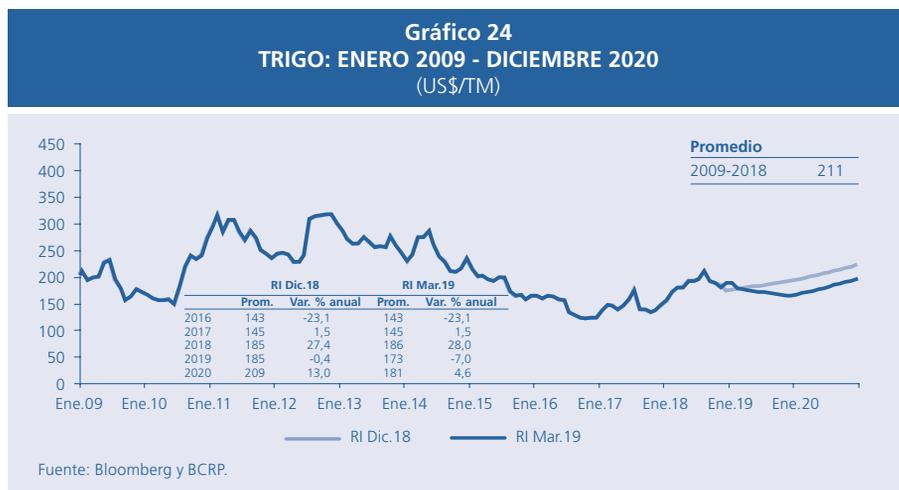
Con estos eventos, se revisa a la baja ligeramente el precio promedio del maíz para 2019. Esta revisión a la baja se ve limitada por los bajos inventarios globales y las expectativas de una demanda estable.



Desde el último Reporte de Inflación (diciembre de 2018), la cotización del **trigo** disminuyó 5 por ciento, alcanzando en febrero un promedio mensual de US\$/TM 179. Con ello, revierte parte del incremento de 28 por ciento que registró en 2018 como consecuencia de una menor producción para la campaña 2018/2019.

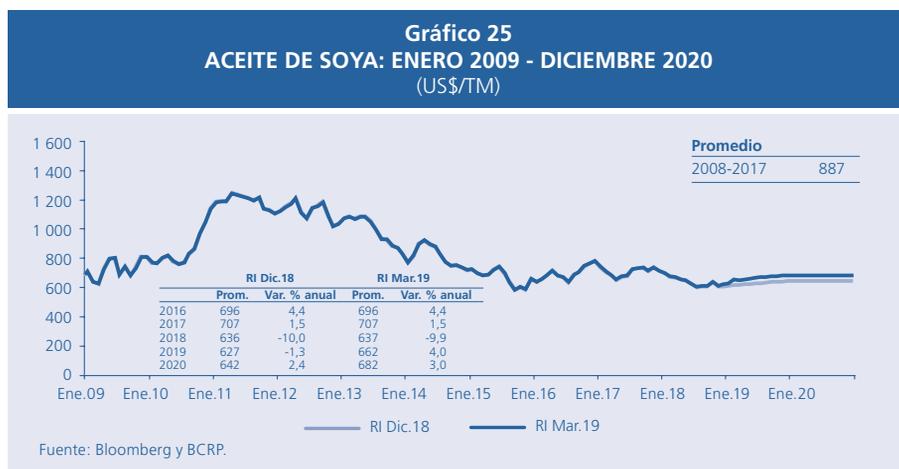
La cotización del trigo disminuyó en los últimos dos meses por las mejores perspectivas de producción en los principales países exportadores del grano para la próxima temporada (2019/2020). También influyó las menores expectativas de que Rusia imponga restricciones a sus exportaciones de trigo.

Se estima que el precio del trigo se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo. Entre los riesgos de la proyección destaca las variaciones en los estimados de la producción de trigo del Mar Negro, en particular de Rusia, y en el impacto del frío extremo sobre el rendimiento del trigo de invierno de Estados Unidos.



Al mes de febrero, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 653, nivel 5 por ciento superior respecto al mes de diciembre 2018. Esta recuperación del precio promedio del aceite de soya se produce luego de que disminuyera 13 por ciento en 2018.

La cotización del aceite de soya aumentó beneficiada por el aumento de los precios del petróleo, el aumento mayor al esperado del precio del aceite de palma y los avances en las negociaciones comerciales entre China y EUA, lo que supondría la eliminación de medidas retaliatorias aplicadas por China para las importaciones de soya.





Considerando estos desarrollos recientes y las perspectivas de una menor siembra de soya para la temporada 2019/20, se estima que los precios se coticen por encima de la considerada en el Reporte de Inflación anterior. Se prevé que de prolongarse el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, los agricultores estadounidenses roten del cultivo del grano de soya hacia el de otros granos como el maíz. Esta proyección presenta como riesgos principales la variación del precio del petróleo y una menor producción de soya en Sudamérica.

### Financiamiento externo

16. 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 a 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. Se espera continúen las obras de los megaproyectos Quellaveco, Mina Justa y Ampliación de Toromocho, y los de menor escala como Quecher Main y Relaves B2 San Rafael.

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

	2017	2018	2019*	2020*
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>1 223</b>	<b>-2 250</b>	<b>2 229</b>	<b>4 118</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,6</i>
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>1 653</b>	<b>1 367</b>	<b>3 525</b>	<b>4 227</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-2 929</b>	<b>-2 839</b>	<b>-4 229</b>	<b>-3 774</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>4 582</b>	<b>4 206</b>	<b>7 754</b>	<b>8 001</b>
Inversión directa extranjera en el país	6 769	6 175	7 435	8 002
Préstamos de Largo Plazo	-3 906	-1 742	-93	-584
Inversión de cartera	1 719	-228	412	584
<b>B. CORTO PLAZO <sup>1/</sup></b>	<b>-430</b>	<b>-3 617</b>	<b>-1 296</b>	<b>-109</b>

<sup>1/</sup> Incluye errores y omisiones netos, y efecto valuación de RIN.

\* Proyección.

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 del financiamiento local.



La **cuenta financiera pública** ha sido revisada al alza, respecto a lo previsto en diciembre, principalmente por la mayor demanda de no residentes por nuestros títulos soberanos, tal como se ha observado en los primeros meses del presente año, consecuente con la mayor entrada de capitales a las economías emergentes, particularmente a los mercados de bonos.

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

	2017	2018	2019*	2020*
<b>I. Desembolsos*</b>	<b>3 045</b>	<b>1 809</b>	<b>1 844</b>	<b>1 224</b>
<b>II. Amortización</b>	<b>-4 505</b>	<b>-1 614</b>	<b>-1 542</b>	<b>-335</b>
<b>III. Activos externos netos</b>	<b>601</b>	<b>-213</b>	<b>-225</b>	<b>-240</b>
<b>IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)</b>	<b>4 108</b>	<b>2 117</b>	<b>5 028</b>	<b>1 622</b>
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	4 554	1 809	5 026	1 622
b. Bonos globales adquiridos por residentes	446	-309	-1	0
<b>V. TOTAL (V = I+II+III+IV)</b>	<b>3 249</b>	<b>2 099</b>	<b>5 104</b>	<b>2 270</b>

\* Incluye bonos.

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 a otras economías emergentes, gracias a la acumulación preventiva realizada durante el periodo de flujos positivos de capitales y de altos precios de materias primas.





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

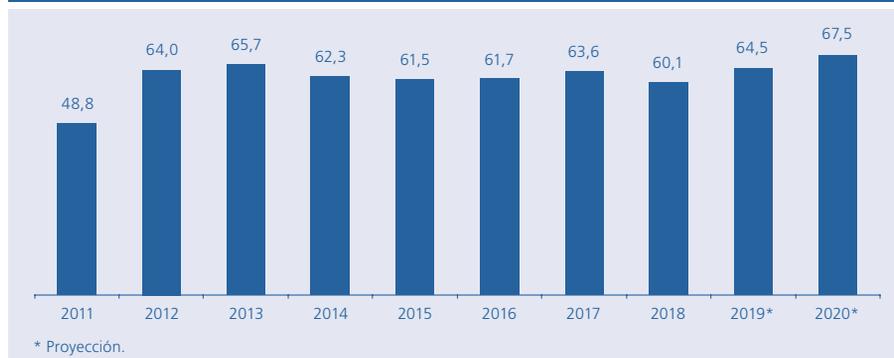
	2017	2018	2019*	2020*
<b>RIN como porcentaje de:</b>				
a. PBI	29,7	26,7	27,2	26,9
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	423	428	508	526
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	362	345	411	418

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

\* Proyección.

18. Para el horizonte de proyección, la mejora de la cuenta corriente y la mayor demanda por los títulos de deuda soberana explican la mayor acumulación de reservas internacionales con respecto a lo previsto en diciembre. Para este año el flujo de RIN ascendería a US\$ 4,3 mil millones y para 2020 US\$ 3,1 mil millones. Con ello las RIN alcanzarían cerca de US\$ 68 mil millones en 2020.

**Gráfico 27**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2011-2020**  
(Miles de millones de US\$)



## III. Actividad económica

### PBI gasto

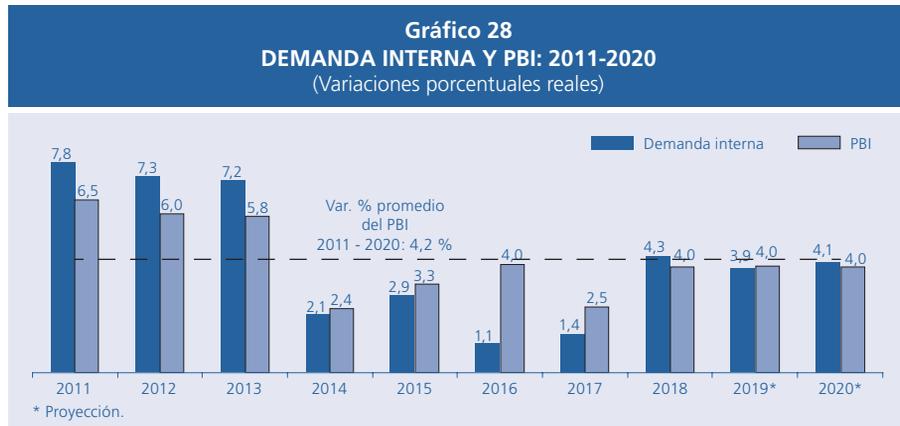
40. Se proyecta que el ritmo de crecimiento del PBI de 2019 (4,0 por ciento) se mantenga en 2020, impulsado por un continuado dinamismo de la demanda interna y una demanda externa favorecida por el aumento de la producción minera y la evolución favorable de las exportaciones agroindustriales. El crecimiento de la demanda interna sería sustentado nuevamente por la inversión privada (6,0 por ciento) y el consumo privado (3,9 por ciento), mientras que la inversión pública se aceleraría respecto a 2019 (5,0 por ciento versus 1,0 por ciento). Estos resultados estarían en línea con la evolución de la actividad no primaria (4,2 por ciento).

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

	2017	2018*	2019*		2020*	
			RI Dic.18	RI Mar.19	RI Dic.18	RI Mar.19
<b>Demanda interna</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>
Consumo privado	2,6	3,8	3,7	3,8	3,9	3,9
Consumo público	0,5	2,0	2,9	2,5	1,8	2,2
Inversión privada	0,2	4,4	6,5	6,5	6,0	6,0
Inversión pública	-2,3	8,4	2,8	1,0	3,4	5,0
Variación de inventarios (contribución)	-0,3	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0
<b>Exportaciones</b>	<b>7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>
<b>Importaciones</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</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.





41. Los indicadores contemporáneos y adelantados de la actividad económica señalan la continuación de una fase de recuperación. Entre estos, cabe indicar los siguientes:

- a) Demanda de electricidad: 6,2 por ciento anual en marzo de 2019.
- b) Consumo interno de cemento: 4,8 por ciento anual en febrero de 2019.
- c) Crédito total al sector privado: 5,5 por ciento real anual en febrero de 2019.
- d) Volumen de exportaciones no tradicionales: 14,6 por ciento anual en enero de 2019.
- e) Empleo formal privado: 4,2 por ciento anual en enero de 2019.
- f) Confianza del consumidor: 64 puntos en febrero de 2019.
- g) Confianza empresarial acerca de la economía a 3 y 12 meses: 58 y 70 puntos, respectivamente, en febrero de 2019.
- h) Cotización internacional del cobre: 8,7 por ciento acumulado en lo que va del año.
- i) Inversión minera: 48,0 por ciento anual en enero de 2019 en US dólares.
- j) Volumen de importaciones de bienes de consumo no duradero: 9,8 por ciento anual en febrero de 2019.

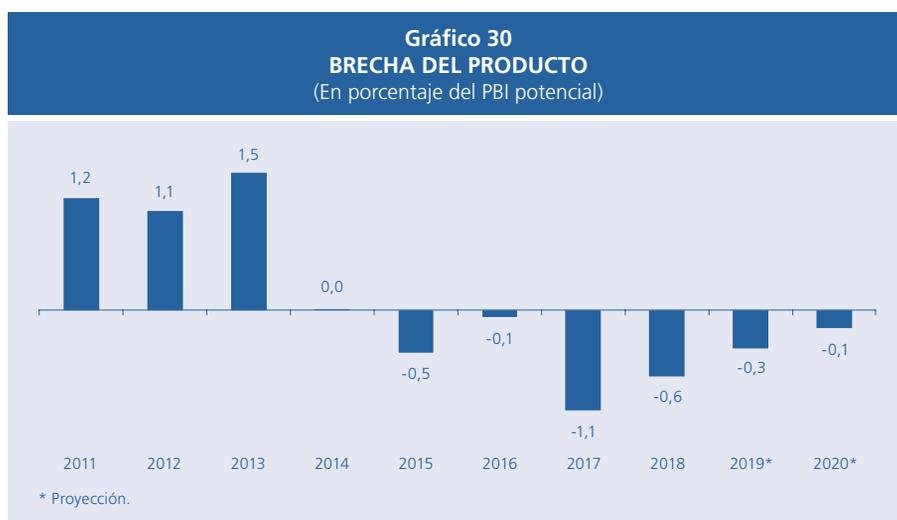
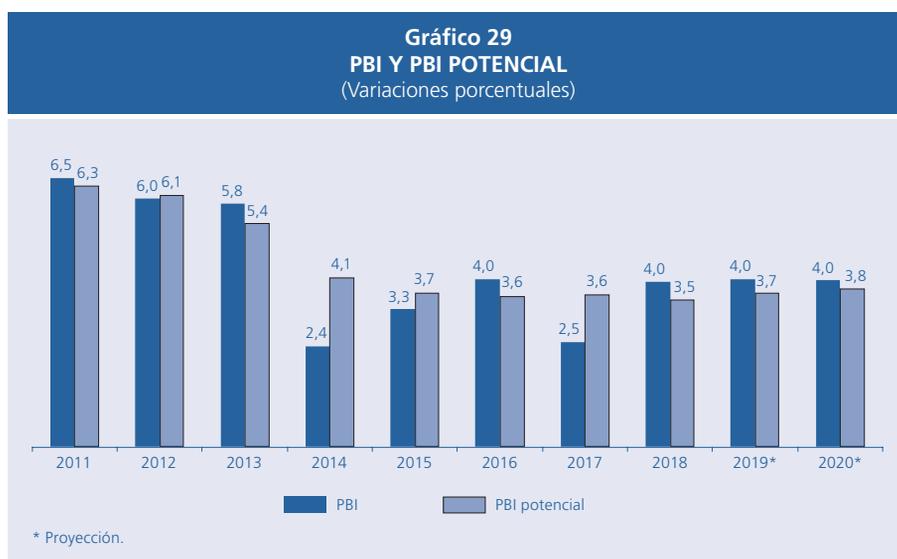
42. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se encuentran en 3,9 por ciento para 2019 y en 4,0 por ciento para 2020.

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

	RI Jun.18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Mar.19*
<b>Sistema Financiero</b>				
2019	3,8	4,0	3,9	3,9
2020	--	--	4,0	4,0
<b>Analistas Económicos</b>				
2019	3,8	4,0	3,9	3,9
2020	--	--	4,0	4,0
<b>Empresas No Financieras</b>				
2019	3,8	3,8	3,8	3,9
2020	--	--	4,0	4,0

\* Encuesta realizada al 28 de febrero.  
Fuente: BCRP.

43. Teniendo en cuenta la proyección de crecimiento del PBI, la brecha del producto (margen porcentual entre el nivel del PBI y su potencial) se cerraría gradualmente en el horizonte de proyección. En la actual proyección se ha considerado que el mayor dinamismo de la inversión, que expande el saldo de capital, y la adopción de medidas que eleven la productividad explicarán un ritmo ligeramente mayor de crecimiento del PBI potencial (3,8 por ciento en 2020 versus 3,7 por ciento en 2019).

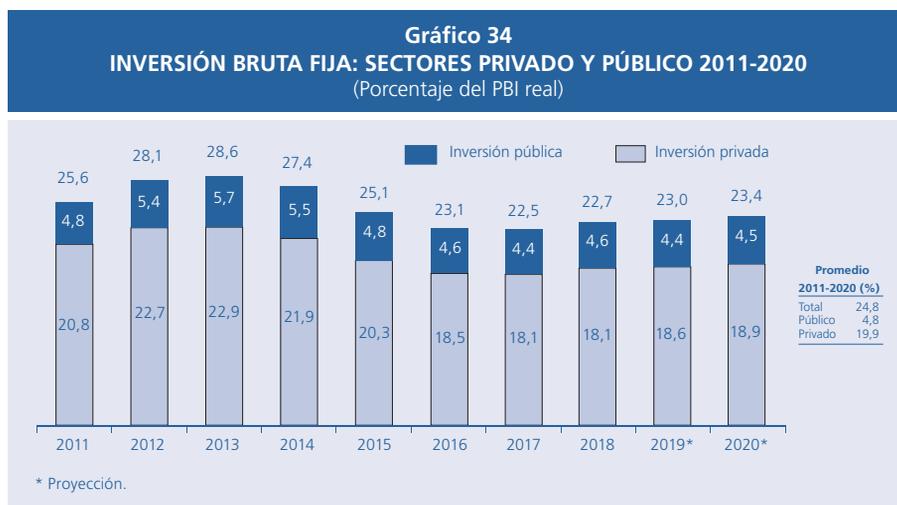




44. La inversión privada se expandió 4,4 por ciento en 2018, la tasa más alta desde 2013, destacando la realizada en proyectos mineros de cobre y hierro. Se espera que en 2019 y 2020 la inversión evolucione favorablemente en ausencia de choques importantes. Así, la inversión crecería 6,5 por ciento en 2019 y 6,0 por ciento en 2020.



45. Luego de 4 años de caída, la inversión pública creció 8,4 por ciento en 2018, debido al gasto incurrido en obras de infraestructura vial y saneamiento, así como en complejos deportivos de los Juegos Panamericanos y en la reconstrucción del norte del país. Se espera que la inversión pública de 2019 se vea afectada durante los primeros meses del año por el cambio de autoridades subnacionales, tal como se había indicado en el Reporte de Inflación previo, y por la finalización de las obras de los Juegos Panamericanos hacia mediados de año. Se espera un crecimiento de 1,0 por ciento en 2019 y una recuperación hasta de 5,0 por ciento en 2020. Con esta proyección, la inversión bruta fija alcanzaría 23,4 por ciento del PBI en 2020.



46. Los principales **anuncios de proyectos de inversión privada** para el periodo 2019-2020 suman US\$ 19,6 mil millones, considerando un mayor dinamismo en el sector minero luego del inicio de importantes proyectos en este año.

Cuadro 18 PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020 (Miles de millones de US\$)		
	Total Inversión	Número de proyectos
Minería	9,7	33
Hidrocarburos	1,4	16
Energía	1,0	10
Industria	0,4	8
Infraestructura	3,9	23
Otros sectores	3,3	57
<b>TOTAL</b>	<b>19,6</b>	<b>147</b>

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

En el **sector minero**, se espera que la inversión continúe creciendo. La construcción de proyectos como Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones), Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones); y en menor escala, proyectos actualmente en construcción, como Quecher Main (US\$ 0,3 mil millones) y Relaves B2 San Rafael (US\$ 0,2 mil millones) contribuirían a este crecimiento. Cabe señalar que, en 2018 la inversión minera registró un aumento nominal del 26 por ciento comparado con el año previo. En el mes de julio de 2018 se concluyó la Ampliación de Marcona de Shougang, mientras que la Ampliación de Toquepala de Southern inició la etapa de prueba durante el cuarto trimestre del año. Estos proyectos significaron inversiones por US\$ 1 300 millones y US\$ 1 255 millones, respectivamente.



En **infraestructura**, entre los proyectos que darían mayor dinamismo a este sector está la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, la Línea 2 del Metro de Lima, la modernización de los puertos de San Martín y Salaverry y el inicio de construcción del Terminal Portuario de Chancay Fase I.

Entre otros sectores, destacan retail, inmobiliario y servicios. En el primer caso, se esperan importantes inversiones con la culminación y desarrollo de nuevos proyectos de centros comerciales, cuyos inversionistas más representativos son Grupo Ripley, InterCorp y Grupo Falabella, con diferentes proyectos como la ampliación del Mall Aventura Santa Anita, Mall Plaza Comas y Real Plaza Puruchuco. En los subsectores inmobiliario y servicios se estarían desarrollando proyectos de nuevos edificios de vivienda y oficinas, así como hoteles y centros educativos.

**Cuadro 19**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020**

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>MINERÍA</b>	Angloamerican Grupo Breca Aluminium Corp. of China (Chinalco) Minera Yanacocha Bear Creek Mining Corp.	Quellaveco Mina Justa Ampliación de Mina Toromocho Quecher Main Corani
<b>HIDROCARBUROS</b>	Cálidda 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 asociadas Santa Teresa 2
<b>INDUSTRIA</b>	Arca Continental Corporación Aceros Arequipa Cementos Inka	Mejoras en infraestructura y equipos Ampliación de planta en Pisco Planta de Molienda en Pisco
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	Grupo Volcan Consorcio Nuevo Metro de Lima Lima Airport Partners Grupo Romero APM Terminals Consorcio Paracas	Terminal Portuario de Chancay Fase I Línea 2 del Metro de Lima Ampliación Terminal Aeropuerto Internacional Jorge Chávez Puerto Salaverry Modernización Muelle Norte Terminal Portuario San Martín
<b>OTROS SECTORES</b>	Entel Grupo Ripley Inversiones Centenario Armas Doomo Grupo Interbank Grupo Breca InterContinental 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 Cadena de hoteles Proyectos Inmobiliarios

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

47. Para el período 2019-2020 Proinversión reporta una cartera de US\$ 8,5 mil millones. Para 2019 estima adjudicar US\$ 2,4 mil millones en proyectos.





**Cuadro 20**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2019 - 2020**  
(Millones de US\$)

	2018-2020
<b>Por Adjudicar</b>	<b>8 582</b>
Anillo vial periférico	2 049
Obras de cabecera y conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	720
Sistema de afianzamiento hídrico en el valle Chancay - Lambayeque	619
Nuevo terminal portuario San Juan de Marcona	540
Sistema de afianzamiento hídrico en los valles de Ica y Pisco y áreas irrigables de las provincias de Huaytará y Castrovirreyña en Huancavelica	520
Longitudinal de la sierra tramo 4	464
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	400
Proyecto minero Algarrobo	350
Sistema de tratamiento de aguas residuales de la cuenca del Lago Titicaca	263
Dos centros hospitalarios de alta complejidad	254
Hospital nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	227
Enlace 500 Kv La Niña - Piura, subestaciones, líneas y ampliaciones asociadas. Enlace 220 Kv Pariñas - Nueva Tumbes, subestaciones y ampliaciones asociadas. Enlace 220 Kv Tingo María - Aguaytía, subestaciones, líneas y ampliaciones asociadas.	209
Hospital Cayetano Heredia	186
INA EsSalud Lima	170
Instalación de los servicios de salud especializados en el distrito de Piura y redimensionamiento de los servicios de salud del hospital de apoyo III Sullana	160
Línea de transmisión 500 kV subestación Piura Nueva - Frontera	144
Hospital Huaycán	120
Nuevo Hospital Militar central	116
Terminal internacional de contenedores - Chimbote	110
Otros	712

Fuente: Proinversión.

## PBI sectorial

48. En cuanto al PBI por sectores productivos, el crecimiento de 2018 se basó en la recuperación de los sectores no primarios. La expansión del producto en 2019 y 2020 seguirá encontrando soporte en el crecimiento sostenido de los sectores no primarios, en tanto que el PBI primario se aceleraría hacia 2020.

**Cuadro 21**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2017	2018	2019*		2020*	
			RI Dic.18	RI Mar.19	RI Dic.18	RI Mar.19
<b>PBI primario</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
Agropecuaria	2,6	7,5	4,0	4,5	4,0	4,0
Pesca	4,7	39,7	-6,7	-4,5	5,4	2,0
Minería metálica	4,5	-1,5	5,3	3,3	3,0	4,3
Hidrocarburos	-2,4	0,0	4,4	3,0	-0,5	-0,5
Manufactura	1,9	13,2	0,0	0,5	5,5	1,2
<b>PBI no primario</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Manufactura	-0,9	3,7	3,8	4,0	3,8	3,8
Electricidad y agua	1,1	4,4	4,0	4,5	4,0	4,5
Construcción	2,1	5,4	6,9	6,5	7,5	7,5
Comercio	1,0	2,6	3,4	3,4	3,5	3,5
Servicios	3,3	4,4	3,9	4,2	4,0	4,0
<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.

- a) El sector **agropecuario** creció 7,5 por ciento en 2018 por mejores condiciones climáticas y alta disponibilidad de los recursos hídricos que dejó El Niño Costero 2017. Ello favoreció el registro de volúmenes históricos de variados cultivos orientados tanto al mercado interno (arroz, plátano, yuca, mandarina y limón) como a la agroexportación (palta, aceituna, café, cacao y arándanos).

Para 2019 y 2020 se espera un ritmo de crecimiento de 4,5 y 4,0 por ciento, respectivamente, por el crecimiento sostenido de las agroexportaciones y del sector avícola. Cabe señalar que posterior al logro de volúmenes históricamente elevados en 2018, algunos cultivos podrían presentar alternancia en sus rendimientos (limón y aceituna), y que el retraso del ciclo hidrológico en 2019 reduciría las siembras de cultivos de corto período vegetativo (papa, arroz y maíz amarillo duro).

- b) En 2018 el sector **pesca** creció 39,7 por ciento, su mayor tasa desde 2011. Este crecimiento se debió principalmente a las dos buenas temporadas de pesca de anchoveta con altos ritmos de captura debido a la ausencia de anomalías climáticas. En 2019, el sector tendría una menor producción (-4,5 por ciento) dada la normalización de la captura de anchoveta. Para 2020 se proyecta una tasa de crecimiento moderada (2,0 por ciento) consistente con condiciones climáticas normales en dicho año.

- c) El sector de **minería metálica** cayó 1,5 por ciento en 2018. Este resultado se debe a una menor producción de oro (principalmente por Buenaventura y Barrick), cobre (debido a un problema geotécnico de Las Bambas), plata, plomo y molibdeno.

Para 2019, se espera que el sector crezca 3,3 por ciento. El crecimiento se explicaría por una mayor producción de cobre (5,2 por ciento) principalmente por el inicio de operaciones de la ampliación de Toquepala y una recuperación de Las Bambas; y por mayor extracción de hierro (36,4 por ciento) debido a la ampliación de la planta de Marcona de Shougang. Dicho ritmo de crecimiento se incrementaría en 2020 a 4,3 por ciento debido a la ampliación de Toromocho, y a que ambas ampliaciones mencionadas previamente alcanzarían su nivel de producción comercial.

- d) En 2018 la producción del sector de **hidrocarburos** se mantuvo constante respecto a la del año previo; debido a que la mayor extracción de petróleo se vio compensada por la menor producción de gas y líquidos de gas natural debido al mantenimiento de la planta de separación de Las Malvinas en el tercer trimestre del año.





Se espera que en 2019 se normalice la producción de producción de gas y líquidos de gas natural, y no se espera mayores interrupciones en la producción del lote 192 después de las observadas en el primer trimestre. Con ello, el crecimiento sería de 3 por ciento. En 2020, la producción de gas natural se moderaría por menores rendimientos del lote 56 por lo que se estima un crecimiento de -0,5 por ciento.

- e) La **manufactura no primaria** creció 3,7 por ciento en 2018 por la mayor producción de bienes vinculados a la inversión, insumos y consumo masivo. Se proyecta un crecimiento de 4,0 para 2019 y de 3,8 por ciento para 2020, en línea con el crecimiento de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión privada.

El crecimiento del subsector **manufactura primaria** fue de 13,2 por ciento en 2018, impulsado por la recuperación en la producción de harina y aceite de pescado respecto al año pasado. Se espera que este crecimiento se desacelere a 0,5 por ciento por 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. En 2020 se espera que la manufactura primaria crezca 1,2 por ciento por la recuperación de la producción pesquera y de la refinación de metales no ferrosos, lo que se vería atenuado por la menor refinación de petróleo crudo por parte de PetroPerú, luego que la empresa anunciara que dejaría de producir en la actual refinería de Talara en 2020 con el objetivo de interconectarla con las nuevas unidades de producción que forman parte del proyecto de la nueva refinería.

- f) El sector **construcción** creció 5,4 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.

### Recuadro 1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE EL NIÑO<sup>1</sup>

De acuerdo al comunicado ENFEN N° 6 (22 de marzo), nos encontramos ante la ocurrencia de un Niño Costero débil. Se espera (i) la llegada de una onda Kelvin en abril y (ii) el debilitamiento de los vientos alisios y del Anticiclón del Pacífico Sur. Con ello, las condiciones cálidas observadas actualmente se mantendrían hasta el mes de mayo en la costa norte. Esto no quiere decir que se mantendrían las mismas temperaturas que las observadas actualmente, pues estas deben bajar por el cambio de estación, sino que serían más altas que el promedio para dicho período. En términos de precipitaciones, se espera en las cuencas medias altas de la costa norte una mayor ocurrencia de lluvias superiores a los valores normales. En las últimas semanas de marzo, las anomalías de la temperatura superficial del mar de los principales puertos del país se redujeron respecto a lo observado en enero, febrero y la primera quincena de marzo.

	Anomalías de la Temperatura Superficial del Mar (En grados Celsius)						Temperatura (En grados Celsius)
	Paíta	Chicama	Chimbote	Huacho	Callao	Pisco	Paíta
Ene.18	-0,7	-0,9	-1,7	-1,0	-0,5	-0,9	19,9
Feb.	1,1	-0,9	-2,6	-1,6	-1,5	-2,1	24,1
Mar.	-2,0	-1,9	-3,0	-2,3	-2,5	-1,3	20,9
Abr.	-2,1	-0,5	-1,7	-1,5	-1,6	-0,3	18,7
May.	-0,7	-0,4	-1,4	-0,9	-1,1	-0,9	18,6
Jun.	-1,0	-0,5	-1,0	-0,7	-0,5	-1,2	17,4
Jul.	0,2	0,1	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	17,7
Ago.	0,9	0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	17,9
Set.	0,7	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	17,3
Oct.	0,3	0,5	0,1	0,1	-0,1	0,6	17,5
Nov.	2,7	1,6	0,2	0,2	0,9	0,9	20,5
Dic.	2,1	2,8	1,6	1,8	1,4	0,6	20,7
Ene.19	1,4	2,6	1,7	1,6	1,4	0,2	21,8
Feb.19	1,0	1,8	1,1	1,6	1,3	0,0	23,7
Mar.19*	-0,1	0,4	-0,7	0,2	0,3	-0,3	23,0
I Semana	0,9	0,6	-0,2	1,1	0,9	1,0	24,1
II Semana	1,2	0,0	-0,6	0,7	0,6	0,8	24,4
III Semana	-1,1	1,0	-0,8	-0,5	-0,2	-1,9	21,8
IV Semana	-2,8	-0,7	-1,6	-1,6	-0,8	-1,8	19,7

\* Al 24 de marzo.  
Fuente: IMARPE.

Si bien el ENFEN y Senamhi advirtieron sobre posibles días lluviosos (percentil 90) y muy lluviosos (percentil 99) en marzo en la Costa Norte, dichas lluvias no han ocurrido con la intensidad predicha. Así, en el mes, los acumulados de lluvia en la mayoría de zonas agrícolas se encuentran

1 Recuadro elaborado a partir de la información de los comunicados oficiales del EFEN y de la NOAA y de entrevistas realizadas al Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú (Senamhi), al Instituto Geofísico del Perú y al Instituto del Mar Peruano.





por debajo de su promedio; situación contraria a la de febrero, donde los acumulados estuvieron por encima del promedio histórico. Por otro lado, las lluvias acumuladas de toda la temporada han favorecido la adecuada disponibilidad de agua en los reservorios de Piura y Lambayeque.

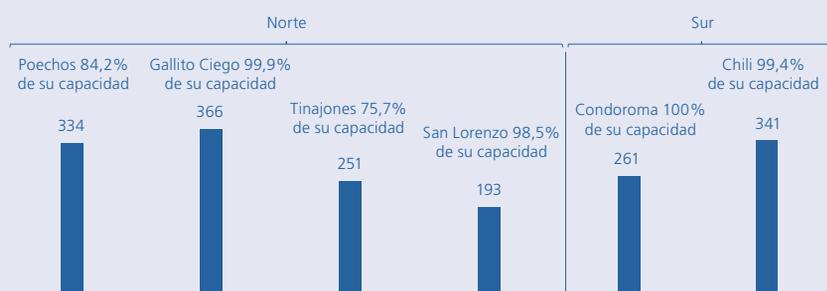
**PRECITACIONES ACUMULADAS EN LA REGIÓN NORTE**  
(En mm.)

	Piura				Lambayeque				Tumbes			
	Ayabaca		El Partidor		Jayanca		Lambayeque		La Cruz		Papayal	
	Lluvia (mm.)	Anomalía (%)										
Ene 2017	182	11%	96	11%	11	-38%	2	-68%	121	240%	150	24%
Feb	336	29%	533	187%	350	831%	70	687%	75	-23%	84	-56%
Mar	581	90%	1 277	467%	735	1 066%	125	646%	405	335%	309	112%
Ene 2018	180	10%	14	-84%	3	-86%	5	-8%	12	-66%	24	-80%
Feb	128	-51%	22	-88%	0	-100%	0	-97%	46	-53%	39	-80%
Mar	179	-42%	0	-100%	1	-98%	1	-92%	1	-99%	10	-93%
Ene 2019	160	-2%	21	-76%	0	-99%	0	-100%	19	-47%	51	-58%
Feb	416	60%	312	68%	107	184%	20	121%	103	6%	160	-17%
Mar												
1-10	53,1	-37%	52,7	-5%	16,9	-11%	1,8	-40%	9,1	-68%	0,6	-99%
11-20	68,0	-39%	19,6	-76%	0,0	-100%	1,3	-70%	16,7	-51%	38,8	-26%

■ Lluvias por debajo de lo normal    ■ Lluvias por encima de lo normal

Fuente: Senamhi.

**VOLÚMEN ALMACENADO DE AGUA - RESERVORIOS POR REGIONES<sup>1/</sup>**  
(MMC)



<sup>1/</sup> Al 27 de marzo 2019.  
Fuente: ANA.

**El Niño y la actividad económica**

Un Niño impacta a la actividad económica a través de dos canales: (i) afecta la producción de bienes y servicios de la economía, lo que reduce el Producto Bruto Interno, y (ii) destruye el stock

de capital de la economía, lo que afecta una sola vez el nivel del PBI potencial. Sin embargo, este impacto dependerá de la magnitud del evento y de las precipitaciones que genere.

Uno de los principales sectores afectados es el sector agropecuario. De los principales cultivos de la costa norte, los cultivos que presentan más riesgo ante el exceso de lluvias son el limón y el banano. Como ya se mencionó, las actuales lluvias aun cuando están por encima de su promedio normal son inferiores a los registros del Niño Costero 2017. De prolongarse el clima cálido con la presencia de la onda Kelvin en abril, el cultivo de mayor riesgo es el mango Kent, pues requiere de frío durante el período de floración a mediados de año<sup>2</sup>. Además de las precipitaciones, el exceso de calor genera riesgos sanitarios (plagas) para el arroz (mosquilla y sogata), limón (piojo blanco), algodón (arrebato y gusano perforador) y uva (mildiu).

En el caso del sector pesquero, el calentamiento del mar reduce la biomasa a través de dos canales: (i) disminuye la disponibilidad de fitoplancton, base de la cadena alimenticia en el mar, y (ii) afecta el desove de la anchoveta. Si bien algunas especies como el perico y la caballa se ven favorecidas por el aumento en la temperatura, la reducción en las capturas de anchoveta afecta negativamente el crecimiento del sector.

Sin embargo, con la información disponible a la fecha y considerando la magnitud del evento, no se esperan efectos significativos sobre estos sectores.

---

2 Necesita un golpe de frío, temperatura mínima 16-18°C a mediados de año.





## Recuadro 2 INDICADORES DE EMPLEO

Con la finalidad de analizar la evolución del empleo en el Perú se cuenta con dos clases de fuentes de datos: encuestas y registros administrativos. Las encuestas pueden ser realizadas a hogares o a empresas en tanto que los registros administrativos como la Planilla Electrónica, se refieren a la información proporcionada de manera obligatoria por las empresas formales al gobierno. Este recuadro se centra en analizar estas dos fuentes.

A continuación, se presenta una comparación entre las fuentes de datos disponibles según producto, ámbito geográfico, método, muestra, frecuencia y sector.

### COMPARACIÓN ENTRE FUENTES DE DATOS

	Planilla Electrónica	Encuesta Mensual de Empleo - MTPE	Encuesta Mensual de Empleo - INEI	Encuesta Nacional de Hogares - INEI
<b>Producto</b>	Planilla Electrónica de SUNAT	ENVME	EPE	ENAHO
<b>Ámbito geográfico</b>	Nacional	Nacional	Lima Metropolitana	Nacional
<b>Método</b>	Censo de empresas formales e instituciones (públicas y privadas)	Encuesta a empresas privadas formales	Encuesta a hogares	Encuesta a hogares
<b>Muestra</b>	Universo: 326 mil empresas e instituciones (33 mil empresas privadas con 10 a más trabajadores)	6 502 empresas del año 2009 con 10 a más trabajadores	4 800 viviendas por trimestre	36 996 viviendas al año
<b>Frecuencia</b>	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual/Trimestral
<b>Sector</b>	Formal	Formal sin construcción	Formal/Informal	Formal/Informal

### Empleo formal

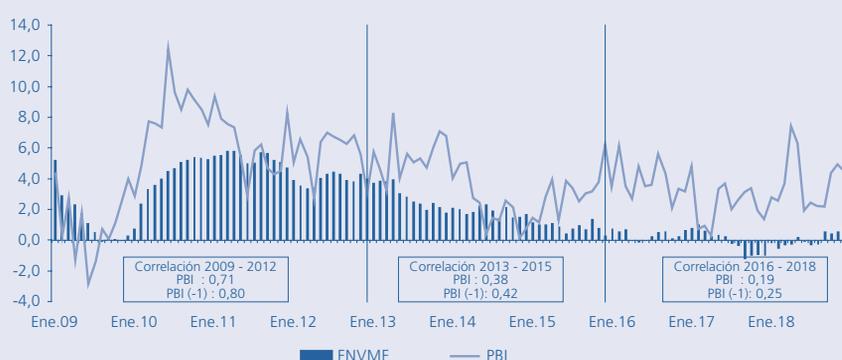
Para seguir la evolución del empleo formal mensualmente, en el Perú se tienen dos fuentes de datos: La Encuesta Nacional de Variación Mensual de Empleo (ENVME) realizada por el Ministerio de Trabajo y Promoción de Empleo (MTPE) y la Planilla Electrónica de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), a la que reportan mensualmente el universo de empresas formales.

La ENVME es una encuesta dirigida a empresas privadas formales de 10 a más trabajadores en el Perú Urbano. La muestra actual incluye a 6 502 empresas seleccionadas de la planilla electrónica de **marzo 2009**. Esta encuesta ha ido perdiendo representatividad como indicador del empleo formal por la falta de actualización de su muestra.

Al no incorporar empresas que han impulsado el crecimiento del empleo, la ENVME ha perdido relación con la dinámica del Producto Bruto Interno (PBI). La relación entre la evolución del PBI y

el empleo medido por la ENVME se deteriora para periodos recientes pasando de un coeficiente de correlación de 71 por ciento en el periodo 2009 – 2012 a un coeficiente de 19 por ciento para el periodo 2016 – 2018.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO EN EL SECTOR PRIVADO - ENVME MENSUAL (Variaciones 12 meses)



Por ejemplo, para el año 2018 el crecimiento del empleo formal en empresas de más de 10 trabajadores ha sido 4,8 por ciento para el universo de empresas formales que reportan a la planilla electrónica, mientras que la encuesta del Ministerio de Trabajo reporta un crecimiento de 0,1 por ciento para el mismo año.

### EMPLEO EN EL SECTOR PRIVADO FORMAL

	Niveles		Variación 2018/2017	
	2017	2018	Var. en miles	Var. %
Encuesta Mensual en empresas de más de 10 trabajadores <sup>1/</sup> (Índice: Octubre 2010 =100)	112,3	112,4	n.a	0,1
Planilla Electrónica <sup>2/</sup> (En miles de trabajadores)				
Total	3 509	3 660	152	4,3
Empresas de más de 10 trabajadores	2 632	2 759	126	4,8

1/ No incluye construcción.

2/ Elaborado a partir de la información de Sunat.

Fuente: MTPE y SUNAT.

La Planilla Electrónica<sup>3</sup> es un registro administrativo que recoge información mensual sobre puestos de trabajo y remuneraciones del universo de las empresas formales, y es por ello la mejor fuente

3 La planilla tiene dos componentes: Registro de Información Laboral (T-Registro) y Planilla Mensual de Pagos (PLAME).





de datos del empleo formal. A partir de la Planilla Electrónica, tanto el MTPE<sup>4</sup>, la Sunat<sup>5</sup> y el BCR publican indicadores del mercado laboral formal. El BCR publica información del número de puestos de trabajo<sup>6</sup> y la remuneración promedio formales, así como de sus componentes privado y público.

### PUESTOS DE TRABAJO FORMAL TOTAL

Planilla electrónica  
(Variación porcentual 12 meses)

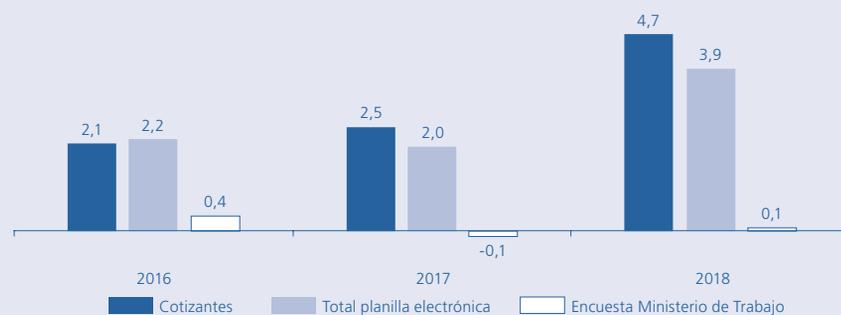


De acuerdo a la Planilla Electrónica, el empleo formal muestra un importante crecimiento en los últimos años, el cual es consistente con otros registros administrativos asociados al empleo formal. Por ejemplo, en los últimos tres años, la tasa de crecimiento del empleo de la planilla electrónica es consistente con el crecimiento de los cotizantes a la ONP y a las AFP's, lo que no ocurre con la Encuesta del Ministerio de Trabajo de empleo formal.

Adicionalmente, como se observa en el siguiente gráfico, el crecimiento de gran parte del empleo está estrechamente vinculado al dinamismo de la actividad económica no primaria (correlación de 80 por ciento). Esto muestra la fiabilidad de los datos de puestos de trabajo obtenidos a partir de la Planilla Electrónica.

### EMPLEO FORMAL Y COTIZANTES A LA ONP Y AFP'S

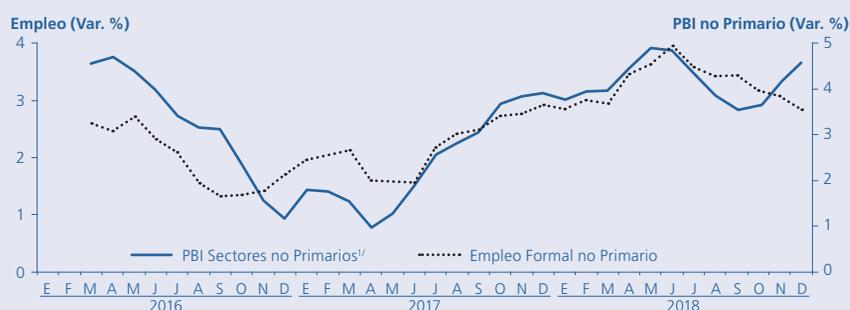
(Variación porcentual anual)



4 El MTPE publica información de la Planilla Electrónica en su anuario, y mensualmente en su informe de empleo formal.

5 La SUNAT publica información de la Planilla Electrónica en sus Cuadros de la Nota Tributaria.

6 Los puestos de trabajo formales difieren del número de personas en la medida que una persona puede contar con más de un puesto de trabajo.

**EMPLEO FORMAL Y PBI DE SECTORES NO PRIMARIOS<sup>1/</sup>**  
 (Trimestre móvil, variación porcentual real 12 meses)


1/ Incluye a los sectores de comercio, servicio y construcción.

**Encuestas a hogares: ENAHO y EPE**

El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) realiza dos encuestas que recogen información sobre el empleo. La Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO) tiene cobertura a nivel nacional<sup>7</sup>; sin embargo no es específicamente una encuesta de empleo, mientras que la Encuesta Permanente de Empleo (EPE) fue diseñada para seguir el mercado laboral en Lima Metropolitana<sup>8</sup>. A partir de ambas encuestas se construyen las principales variables agregadas del mercado laboral como: Población en Edad de Trabajar (PET), Población Económicamente Activa (PEA), Población Económicamente Activa Ocupada y desempleada. No obstante, como señala el INEI, la encuesta puede contener errores de información por problemas en el recojo de los datos<sup>9</sup>.

**INDICADORES DE EMPLEO NACIONAL - ENAHO**

	Niveles				Variación 2018/2017	
	2015	2016	2017	2018	%	En miles
A. Población en edad de trabajar	23 034	23 402	23 772	24 142	1,6	371
B. Fuerza laboral	16 498	16 904	17 216	17 463	1,4	247
C. Tasa de participación (A/B)	71,6	72,2	72,4	72,3	-0,1	n.a
D. Ocupados	15 919	16 197	16 511	16 777	1,6	266
E. Tasa de Ocupación (D/A)	69,1	69,2	69,5	69,5	0,0	n.a
F. Desocupados (B-D)	579	707	705	686	-2,6	-18
G. Tasa de desempleo (F/B)	3,5	4,2	4,1	3,9	-0,2	n.a
H. Fuera de la fuerza laboral (A-B)	6 536	6 498	6 556	6 680	1,9	124

Fuente: INEI-ENAHO.

En resumen, la Planilla Electrónica de la SUNAT, al ser un censo mensual de las empresas formales, es el mejor indicador del empleo formal en el Perú. Por otro lado, las encuestas elaboradas por el INEI son la única fuente de información del mercado laboral total.

- 7 La ENAHO está dirigida a personas a partir de los 14 años y se realiza a nivel nacional lo que permite obtener información por ámbito geográfico: urbano y rural. En el año 2018 se entrevistaron 36 996 viviendas (23 348 del ámbito urbano y 13 648 del ámbito rural).
- 8 La EPE está dirigida a personas a partir de los 14 años y se realiza en Lima Metropolitana y el Callao. En el año 2018 se entrevistaron 19 200 viviendas.
- 9 En INEI, en su informe sobre calidad de la ENAHO-2017, resalta que 22,4 por ciento de la información sobre empleo es proporcionada por otro miembro del hogar que no es trabajador (respuesta indirecta).

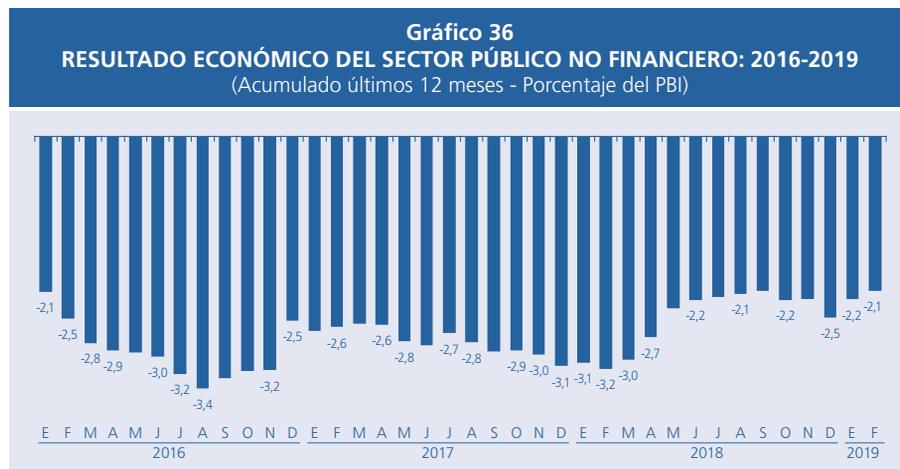


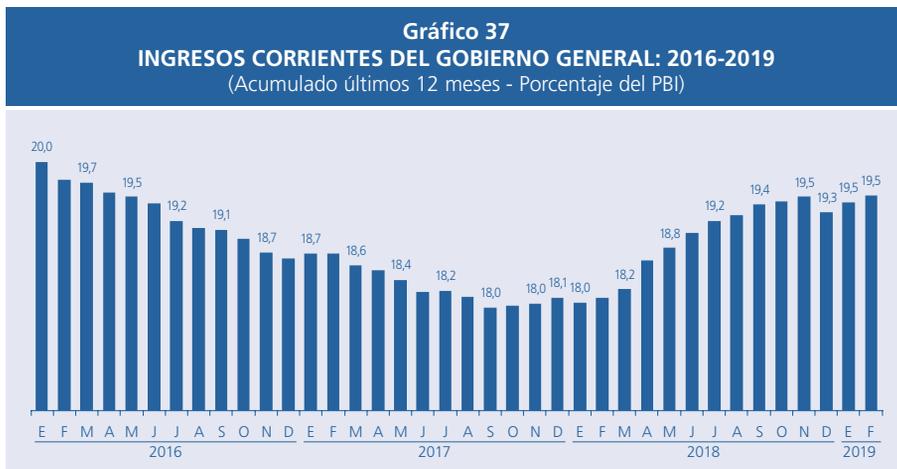


## IV. Finanzas públicas

### Evolución reciente de las cuentas fiscales

49. El **déficit fiscal** se ubicó en 2,5 por ciento del PBI en 2018, lo que representó una reducción de 0,6 puntos porcentuales con respecto al porcentaje alcanzado en 2017. Este resultado reflejó principalmente el incremento de los ingresos corrientes del gobierno general de 18,1 a 19,3 por ciento del PBI. A febrero de este año, el déficit fiscal acumulado fue incluso menor llegando a 2,1 por ciento del PBI, en parte por un efecto temporal asociado al cambio de autoridades en los gobiernos subnacionales pero principalmente por los mayores ingresos fiscales.





50. En 2018, el aumento de los ingresos corrientes (13,0 por ciento) se explica por la mejor recaudación tributaria por concepto de IGV y Renta, en línea con la recuperación de la demanda interna. En particular, el impuesto a la Renta creció principalmente por mayores pagos a cuenta de empresas jurídicas (por concepto de utilidades de empresas mineras), y por la mayor regularización producto de las mayores utilidades, en particular del sector minero. Asimismo, en los dos primeros meses de 2019, los ingresos corrientes se han incrementado (10,4 por ciento) debido al crecimiento en la recaudación de IGV y de ISC, este último debido al aumento en las tasas del ISC producidas en mayo de 2018.

El gasto no financiero del gobierno general aumentó en 7,3 por ciento en 2018 debido tanto a mayores gastos corrientes como a un mayor gasto en formación bruta de capital. Dentro de los gastos corrientes, destacan el incremento de los pagos de remuneraciones y de las transferencias de parte del gobierno nacional, mientras que dentro de la





formación bruta de capital destacan los gastos en proyectos de infraestructura vial y de los Juegos Panamericanos. Por el contrario, en el periodo enero-febrero de 2019, el gasto no financiero disminuyó en 1,1 por ciento, explicado por el menor gasto en todos los rubros de los gobiernos locales, lo cual fue atenuado por el gasto del gobierno nacional. En el caso del norte, se registró un aumento de la inversión pública, a pesar del efecto general de cambios de autoridades subnacionales, por la continuación en parte de proyectos vinculados al programa de Reconstrucción con Cambios.

**Cuadro 22**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2017	2018	Var. %	Ene.-Feb. 2018	Ene.-Feb. 2019	Var. %
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>126 446</b>	<b>142 938</b>	<b>13,0</b>	<b>22 963</b>	<b>25 345</b>	<b>10,4</b>
a. Impuesto a la renta	36 755	41 598	13,2	7 089	7 254	2,3
b. IGV	54 643	60 669	11,0	10 114	11 173	10,5
c. ISC	6 329	6 850	8,2	1 036	1 426	37,6
d. Otros	28 720	33 821	17,8	4 723	5 492	16,3
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>140 512</b>	<b>150 756</b>	<b>7,3</b>	<b>18 234</b>	<b>18 035</b>	<b>-1,1</b>
a. Corriente	107 436	114 498	6,6	15 905	15 637	-1,7
b. Formación bruta de capital	27 888	32 065	15,0	2 097	1 803	-14,0
c. Otros gastos de capital	5 188	4 193	-19,2	232	595	156,0
<b>3. Otros</b>	<b>669</b>	<b>-335</b>		<b>-87</b>	<b>285</b>	
<b>4. Resultado Primario (=1-2+3)</b>	<b>-13 397</b>	<b>-8 152</b>		<b>4 642</b>	<b>7 595</b>	
<b>5. Intereses</b>	<b>8 336</b>	<b>10 032</b>		<b>3 455</b>	<b>3 771</b>	
<b>6. Resultado Económico (=4-5)</b>	<b>-21 733</b>	<b>-18 184</b>		<b>1 187</b>	<b>3 824</b>	

51. En 2018 el gasto por **Reconstrucción con Cambios** ascendió a S/ 2 063 millones, lo que representó un avance de 44 por ciento del marco presupuestal anual. En lo referido al gasto de capital, se devengó S/ 886 millones, lo que significó un avance de 32 por ciento, destacando los proyectos ejecutados por los gobiernos locales (S/ 378 millones).

Por su parte, el grado de avance de los proyectos de infraestructura deportiva de los **Juegos Panamericanos** al cierre de 2018 fue de 94 por ciento del Presupuesto Institucional Modificado (PIM), así se habría ejecutado poco más de 60 por ciento del presupuesto total asignado a la ejecución de este rubro. Por proyectos, los más representativos por el monto fueron la Villa Deportiva Nacional (VIDENA) y la Villa Panamericana. A febrero de 2019, se habría gastado 10 por ciento del PIM.

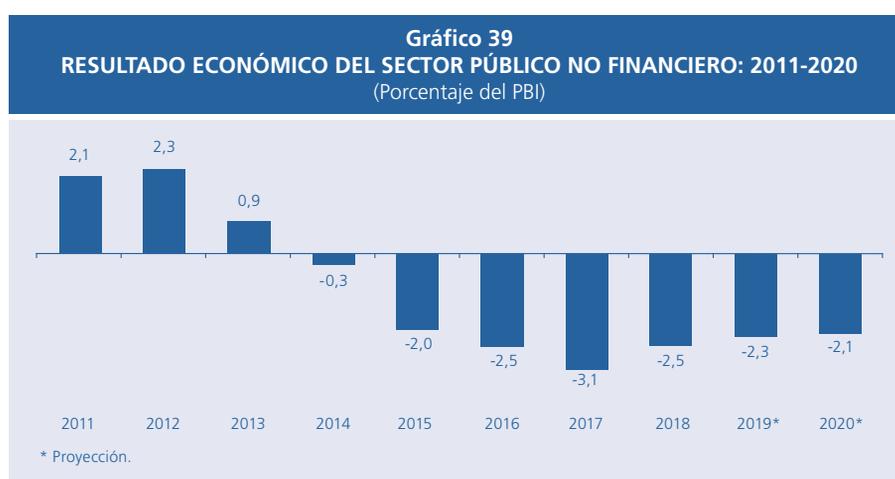
### Proyecciones

52. La proyección del déficit fiscal para este año se ha reducido de 2,6 por ciento del PBI en el Reporte de diciembre de 2018 a 2,3 por ciento del PBI en el presente reporte. Este cambio se debe a los menores gastos no financieros proyectados que pasan de 20,4 a 20,2 por ciento de PBI, por la ejecución observada en lo que va del año.

Para 2020 se espera que el déficit se posicione en 2,1 por ciento del PBI, nivel similar al proyectado en el Reporte de diciembre, debido a que el menor gasto proyectado en formación bruta de capital del gobierno nacional será compensado por mayores gastos corrientes.

Cuadro 23 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Porcentaje del PBI)						
	2017	2018	2019*		2020*	
			RI Dic.18	RI Mar.19	RI Dic.18	RI Mar.19
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>18,1</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>
<i>Variación % real</i>	0,4%	11,6%	4,0%	4,0%	4,9%	5,1%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>20,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
<i>Variación % real</i>	4,2%	5,8%	3,3%	3,2%	2,0%	3,2%
<i>Del cual:</i>						
Gasto corriente	15,4	15,5	15,6	15,6	15,3	15,4
<i>Variación % real</i>	3,9%	5,1%	4,2%	4,8%	1,6%	2,9%
Formación bruta de capital	4,0	4,3	4,2	4,1	4,2	4,1
<i>Variación % real</i>	1,6%	13,3%	-0,5%	-2,4%	3,8%	4,9%
<b>3. Otros</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</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>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.



53. Se estima que para el año 2019 los ingresos corrientes se mantengan en 19,3 por ciento del PBI y suban a 19,4 por ciento en 2020 como en el Reporte de Inflación de diciembre lo cual es consistente con la evolución proyectada de la demanda interna.



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

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

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 40**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
(Porcentaje del PBI)



54. Para 2019 se revisa a la baja la proyección de los gastos no financieros respecto al último Reporte de Inflación, así los gastos representarían 20,2 por ciento del PBI al final del año. Esta reducción se sustenta en los menores gastos ejecutados a febrero para algunos proyectos de infraestructura, que superaron la leve corrección al alza del gasto de los gobiernos locales del norte del país en el marco del Plan Integral de Reconstrucción Con Cambios. Para 2020 se recuperaría el dinamismo del gasto en inversión (con un crecimiento de 5 por ciento), con lo cual los gastos no financieros representarían 20,0 por ciento del PBI.

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

	2017	2018	2019*		2020*	
			RI Dic.18	RI Mar.19	RI Dic.18	RI Mar.19
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>
Gobierno Nacional	10,5	10,4	10,6	10,5	10,3	10,3
Gobiernos Regionales	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3
Gobiernos Locales	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>
Gobierno Nacional	1,4	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7
Gobiernos Regionales	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,8	2,0	1,6	1,6	1,7	1,7
<b>Otros</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>20,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Gobierno Nacional	12,6	12,4	12,9	12,8	12,4	12,5
Gobiernos Regionales	4,1	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0
Gobiernos Locales	3,4	3,8	3,3	3,3	3,5	3,4

\* Proyección.  
 RI: Reporte de Inflación.

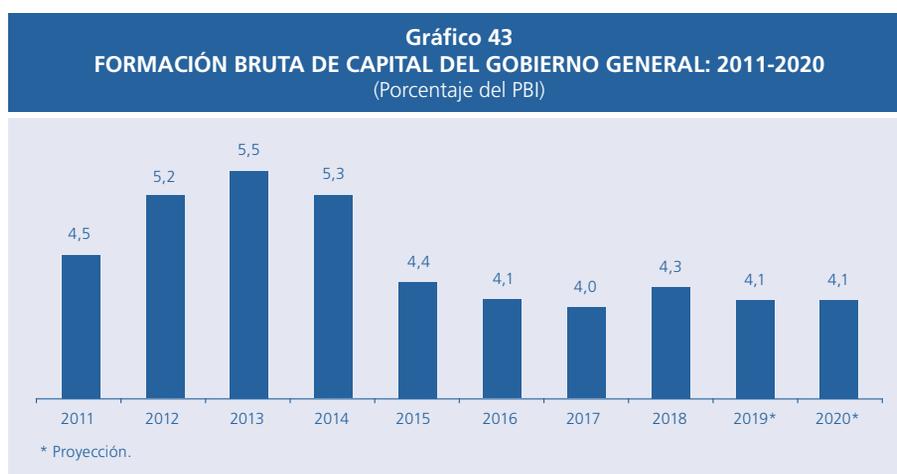
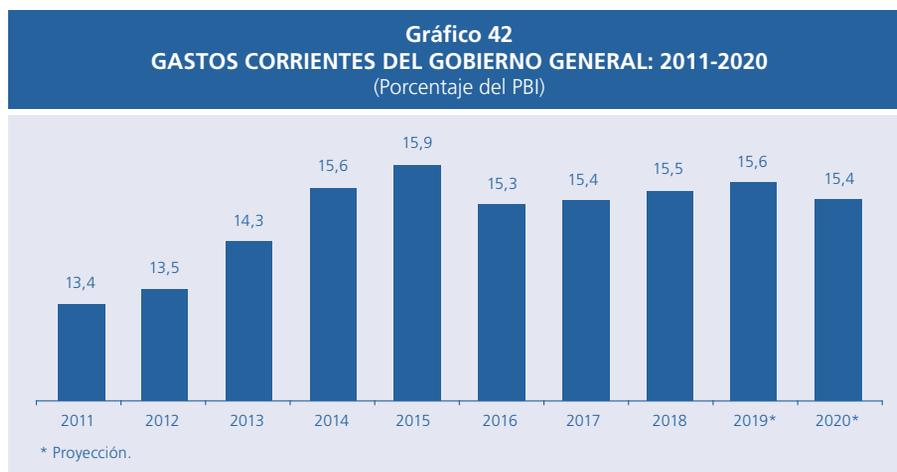
**Cuadro 26**  
**PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA**  
 (Millones de soles)

Principales rubros	2017	2018	2019*	2020*
Reconstrucción con Cambios <sup>1/</sup>	35	876	3 500	4 500
Juegos Panamericanos <sup>2/</sup>	363	920	740	-
Línea 2 del Metro de Lima	674	370	420	1 300
Refinería de Talara	1 961	1 900	2 430	2 010

1/ Solo considera gasto de inversión.  
 2/ Solo considera el gasto de inversión del gobierno nacional en los 8 principales proyectos de infraestructura deportiva.  
 \* Proyección.

**Gráfico 41**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020**  
 (Porcentaje del PBI)





55. El **resultado primario estructural** busca identificar el efecto de las decisiones de la política fiscal más allá de efectos de factores fuera del 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. Adicionalmente, 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, para los años 2019 y 2020 se proyecta una posición contractiva, en línea con la meta de consolidar las finanzas públicas.

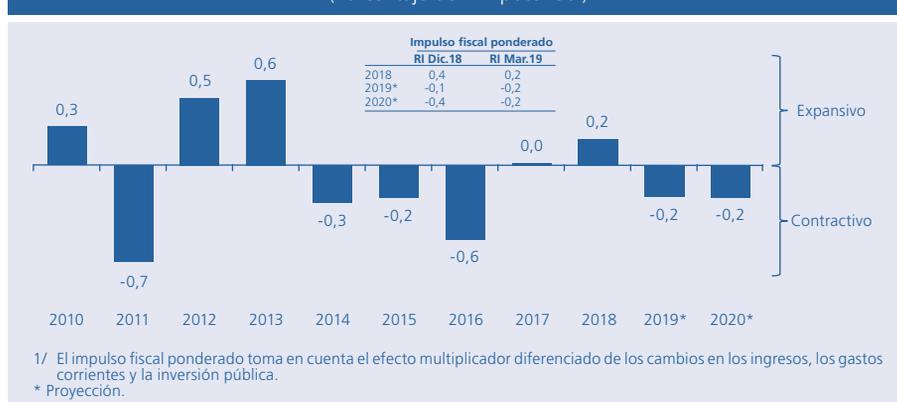
**Cuadro 27**  
**RESULTADO ESTRUCTURAL E IMPULSO FISCAL**  
 (Porcentaje del PBI potencial)

	2017	2018	2019*	2020*
<b>I. Resultado Fiscal Convencional</b>				
1. Ingresos corrientes	17,9	19,2	19,2	19,4
2. Gastos no financieros	-19,9	-20,2	-20,1	-20,0
i. Corriente	-15,2	-15,4	-15,5	-15,4
ii. Capital	-4,7	-4,9	-4,6	-4,6
3. Otros	0,1	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Convencional	-1,9	-1,1	-1,0	-0,7
<b>II. Resultado Fiscal Estructural<sup>1/</sup></b>				
1. Ingresos corrientes	18,0	19,4	19,4	19,6
2. Gastos no financieros	-19,9	-20,2	-20,1	-19,9
i. Corriente	-15,2	-15,3	-15,5	-15,3
ii. Capital	-4,7	-4,9	-4,6	-4,6
3. Otros	0,1	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Estructural	-1,8	-0,9	-0,8	-0,5
<b>III. Impulso Fiscal<sup>2/</sup></b>	<b>0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>
5. Efecto neto de los multiplicadores <sup>3/</sup>	-0,2	0,9	-0,1	0,1
<b>IV. Impulso Fiscal Ponderado (IV = III + 5)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>

1/ El resultado estructural es aquel que deduce los efectos transitorios vinculados al ciclo económico, así como los efectos de los precios a los *commodities*.  
 2/ En 2017 y 2018, incluye el impacto de ingresos temporales como la repatriación de activos, excluidos de los ingresos estructurales.  
 3/ Multiplicadores: (i) si la brecha del PBI es negativa: ingresos -0,25; gasto corriente 1,42 y gasto de capital 0,93.  
 (ii) si la brecha del PBI es positiva: Ingresos 0; gasto corriente 0,73 y gasto de capital 0,28.

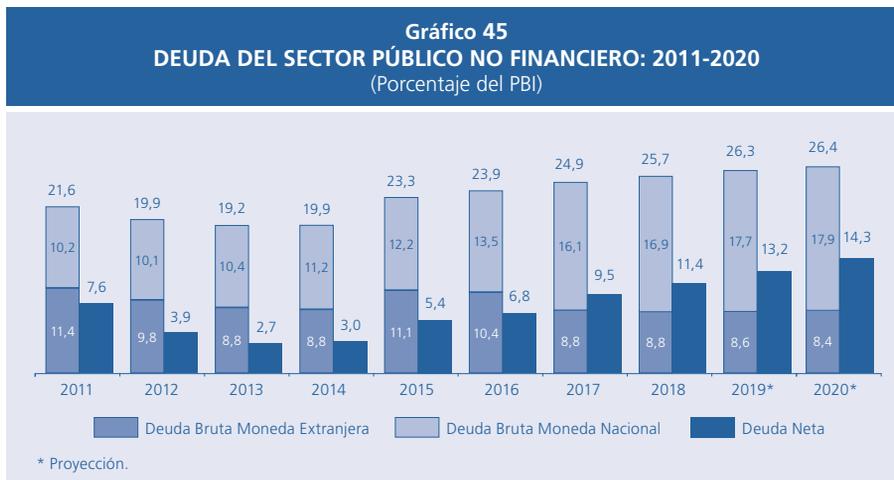
\* Proyección.

**Gráfico 44**  
**IMPULSO FISCAL PONDERADO<sup>1/</sup>**  
 (Porcentaje del PBI potencial)



56. La deuda pública, neta de depósitos del sector público, se espera que aumente para fines de este año, pasando de 11,4 a 13,2 por ciento del PBI entre 2018 y 2019. Asimismo, se prevé que para 2020 esta llegue a ser 14,3 por ciento del PBI. En términos brutos para los próximos dos años, el adeudado sería de 26,3 en 2019 y de 26,4 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.



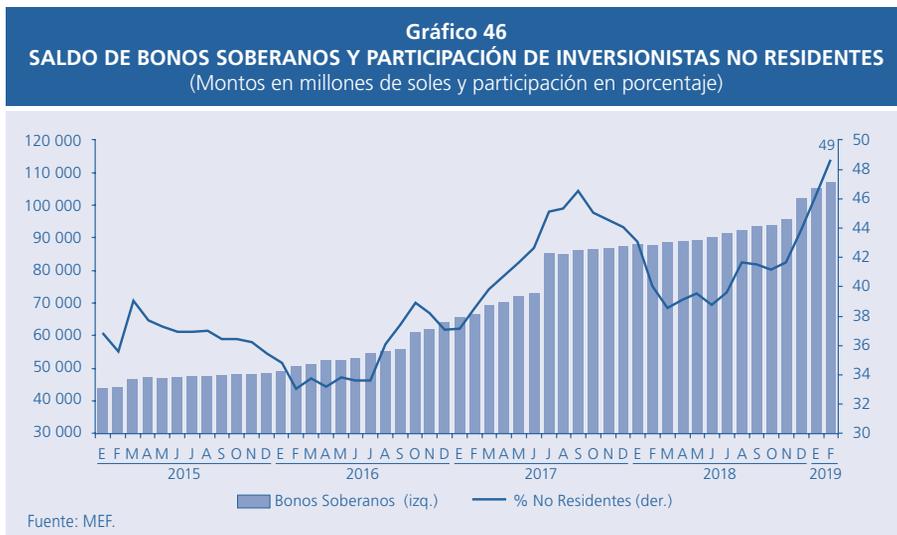


El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 107 001 millones a febrero de 2019, monto superior en S/ 4 992 millones al saldo registrado a fines de 2018. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes fue de 49 por ciento sobre el saldo de bonos, así sus tenencias se incrementaron de S/ 44 730 millones en diciembre de 2018 a S/ 52 033 millones en febrero de este año. Este saldo representa el 7 por ciento del PBI, nivel relativamente bajo en comparación con otras economías.

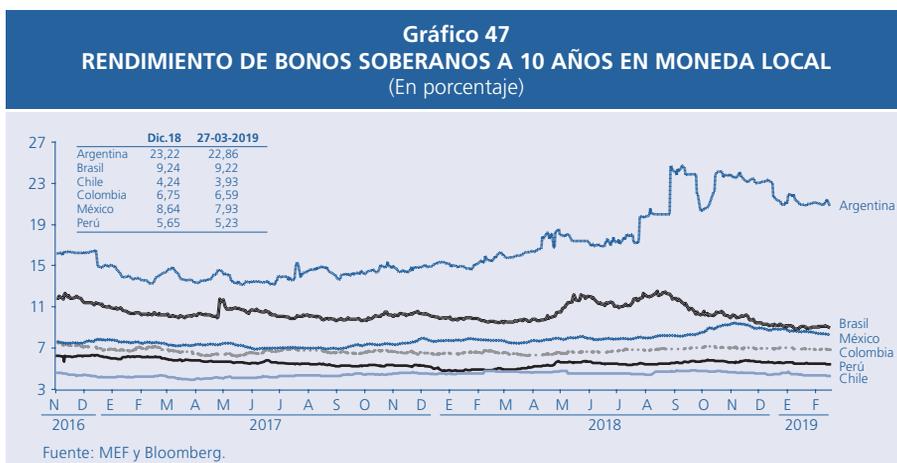
**Cuadro 28**  
**TENENCIAS DE BONOS POR NO RESIDENTES**  
(En % del PBI de cada país)

País	%	País	%
Chipre	99	Canadá	23
Portugal	75	Australia	18
Bélgica	64	Nueva Zelanda	18
Austria	60	Noruega	18
Francia	59	Rep. Checa	17
España	51	México	15
Eslovenia	51	Suecia	14
Finlandia	49	Dinamarca	13
Italia	48	Colombia	12
Irlanda	47	Luxemburgo	11
Lituania	34	Brasil	9
EUA	34	Islandia	9
Eslovaquia	33	Israel	9
Reino Unido	32	<b>Perú</b>	<b>7</b>
Alemania	32	Estonia	7
Latvia	31	Malta	5
Holanda	25	Corea del Sur	5
Japón	25	Suiza	5

Fuente: Institute of International Finance (IIF); MEF y BCRP para Perú.



Las tasas de interés de bonos de gobierno en moneda local a 10 años en la región disminuyeron en promedio 25 puntos básicos entre diciembre de 2018 y febrero de 2019, asociado a la menor aversión hacia activos riesgosos y a la reducción del riesgo político en Argentina y Brasil. En el caso de Perú, la tasa de interés disminuyó de 5,65 a 5,48 por ciento, asociado a la alta demanda por los bonos soberanos peruanos, principalmente de inversionistas no residentes.



57. El menor déficit fiscal proyectado respecto al Reporte de diciembre reduce la proyección de Requerimiento de Financiamiento Bruto (RFB) para los años 2019 y 2020. Con ello, se continúa con la tendencia a la baja en la necesidad de





financiamiento observada desde 2017. Así, partiendo de S/ 29 687 millones en 2018 se pasara a un RFB de S/ 23 918 millones en 2019 y a uno de S/ 21 148 millones en 2020.

De otro lado, en 2018 se observó un aumento extraordinario en la redención de bonos de reconocimiento los cuales pasaron de S/ 818 millones en 2017 a S/ 1 172 millones en 2018. Este incremento, el cual se espera se reduzca y estabilice durante 2019 y 2020, estuvo ligado a las modificaciones de la Ley N° 30425 (retiro del 95,5 por ciento del fondo de pensiones).

**Cuadro 29**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2017	2018	2019*		2020*	
			RI Dic.18	RI Mar.19	RI Dic.18	RI Mar.19
<b>I. USOS</b>	<b>39 428</b>	<b>29 687</b>	<b>24 921</b>	<b>23 918</b>	<b>21 953</b>	<b>21 148</b>
1. Amortización	17 695	11 503	4 390	5 382	4 043	3 715
a. Externa	13 566	4 211	3 012	2 293	1 319	992
b. Interna	4 130	7 292	1 379	3 089	2 723	2 724
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>818</i>	<i>1 172</i>	<i>650</i>	<i>695</i>	<i>550</i>	<i>550</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	21 733	18 184	20 531	18 535	17 910	17 433
<b>II. FUENTES</b>	<b>39 428</b>	<b>29 687</b>	<b>24 921</b>	<b>23 918</b>	<b>21 953</b>	<b>21 148</b>
1. Desembolsos y otros	33 080	26 678	22 202	25 471	18 427	16 271
2. Variación de Depósitos y Otros <sup>1/</sup>	6 348	3 009	2 719	-1 554	3 525	4 877

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

### Recuadro 3 EVOLUCIÓN DEL IMPUESTO PREDIAL

El impuesto predial es un tributo asignado a los gobiernos locales, de periodicidad anual, que grava el valor de los predios de cada jurisdicción. Los municipios se encargan de la recaudación, administración y fiscalización del impuesto, pero no tienen la potestad de modificar los determinantes del impuesto (base o tasa).

La base del impuesto, el valor del predio declarado en el autovalúo, se calcula considerando los valores arancelarios del terreno y la edificación, aprobados por el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (MVCS), e incluye una depreciación asociada a la antigüedad del inmueble. La tasa del predial está fijada en la Ley de Tributación Municipal, según escala progresiva en función a la UIT<sup>10</sup>.

Tramo de autovalúo	Tasa
Hasta 15 UIT	0,2%
Entre 15 y 60 UIT	0,6%
Más de 60 UIT	1,0%

La recaudación del predial en los últimos años ha mostrado una evolución positiva, llegando a casi duplicarse en términos reales en los últimos 10 años, alcanzando en 2018 a S/ 1 745 millones.



Esta evolución favorable del recaudo puede explicarse por los siguientes factores:

- **Actualización de valores arancelarios:** En el periodo analizado la actualización de los valores arancelarios del terreno se ha mantenido alrededor de 5 por ciento al año. Similarmente, la actualización de los valores de edificación ha fluctuado entre 3 y 6 por

10 Unidad Impositiva Tributaria. Para el 2019 se ha fijado en S/ 4 200.

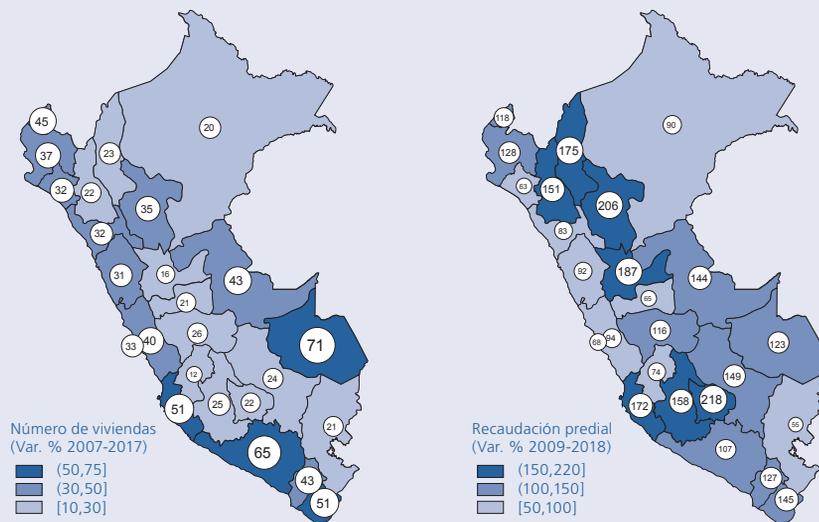


ciento en promedio. Estos dos factores explicarían<sup>11</sup> alrededor de 45 puntos porcentuales del crecimiento observado del impuesto predial.

- **Mejoras de administración:** Desde 2010 se implementó el Programa de Incentivos a la Mejora de la Gestión Municipal (PI), el cual ofrecía beneficios a las municipalidades que cumplieran determinadas metas, entre las cuales hay una meta de fortalecimiento de la administración y gestión del impuesto predial.

Ello favorece una mayor acción de las municipalidades para mejorar el cobro y fiscalización del impuesto.

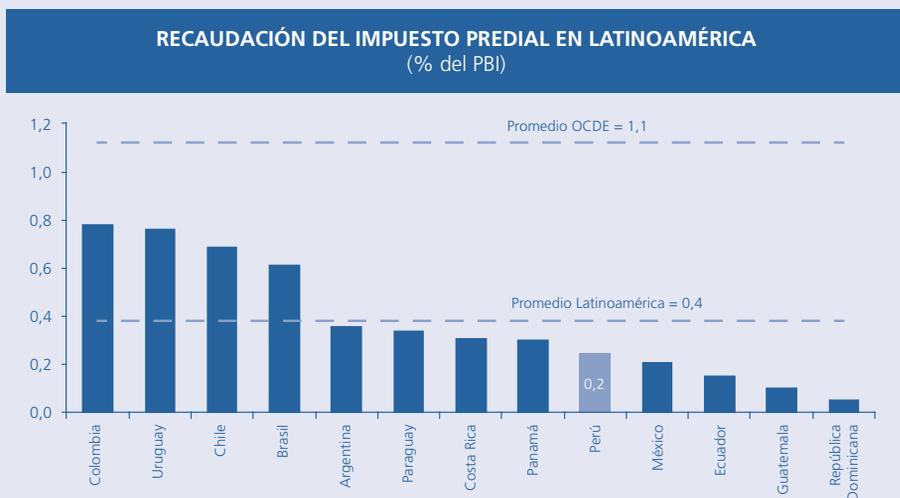
- **Aumento en el número de viviendas:** De acuerdo a los Censos de Viviendas 2007 y 2017, se encuentra que el número de viviendas se incrementó en 34 por ciento entre dichos años (2,9 por ciento interanual). Asumiendo esa tasa de crecimiento anual, se deduce que entre 2009 y 2018 el número de viviendas se habría incrementado en 30 por ciento. Sin embargo, este crecimiento no ha sido homogéneo, sino que presenta alta dispersión y la asociación con el crecimiento del impuesto predial no es muy elevada.



Fuente: Censos de Viviendas 2007 y 2017 – INEI.

A pesar del mejor desempeño observado en los últimos años, la recaudación por el impuesto predial sigue siendo muy baja, comparada con el promedio de los países latinoamericanos. En promedio, la recaudación por impuesto predial en los países de la región alcanza a 0,4 por ciento del PBI. En el Perú, las municipalidades recaudan sólo 0,2 por ciento del PBI. Comparados con los países de la OCDE, se necesitaría de grandes esfuerzos para alcanzar el promedio de 1,1 por ciento del PBI.

11 Se hizo un ejercicio que supone que el valor arancelario del terreno urbano creció a una tasa fija de 5 por ciento y que el valor de la edificación representa el 65 por ciento del autovalúo. La variación de los valores de edificación se determinan de los Valores Unitarios Oficiales de Edificaciones, publicados anualmente por el MVCS.



En el caso de los países con mayor recaudación como Colombia, Uruguay, Chile y Brasil, tienen tasas del impuesto predial más altas. Asimismo, salvo en el caso de Chile, los gobiernos subnacionales tienen potestad para determinar las tasas del impuesto predial.

De otro lado, es importante precisar que a pesar de que el impuesto predial es la principal fuente de ingresos tributarios de las municipalidades, el monto recaudado sólo permite financiar alrededor del 15 por ciento del gasto corriente de las municipalidades. Asimismo, estos montos se encuentran altamente concentrados en Lima, en promedio, el 58 por ciento del impuesto predial se recauda en la capital.

En el futuro, se debe mejorar la actualización de los valores arancelarios del terreno y edificación, pues existen indicios de un retraso importante que afecta la capacidad recaudadora del impuesto predial.

Para tener una idea del retraso en la recaudación, se hicieron ejercicios<sup>12</sup> comparando el autovalúo de un predio bajo la metodología de cálculo del impuesto predial para diversos inmuebles ofrecidos en venta en varios distritos de Lima Metropolitana contra el valor de venta de dichos inmuebles<sup>13</sup>. De los ejercicios realizados, se observa que el nivel de atraso del valor de autovalúo (base del impuesto predial) respecto al valor de mercado de los inmuebles se ubicaba entre 200 y 300 por ciento.

Asimismo, es necesario seguir mejorando en la capacidad recaudatoria de los municipios, por lo que se debe seguir perfeccionando el Programa de Incentivos a la Mejora de la Gestión Municipal en cuanto a las metas de recaudación de impuesto predial. Además, se deben fortalecer las capacidades de las municipalidades, tener un adecuado equipamiento y tecnología, así como una adecuada actualización del catastro.

12 Se utilizó información del segundo semestre de 2017.

13 Se eligieron aquellos proyectos inmobiliarios cuyo precio por metro cuadrado se halle en línea con el valor de la mediana para cada distrito que se obtuvo a partir de la información del Reporte de Indicadores de precio de venta de departamentos, publicado por el BCRP. Este ejercicio se efectuó con información del segundo semestre de 2017.





#### **Recuadro 4**

### **RETOS PARA DINAMIZAR LA INVERSIÓN PÚBLICA**

Existen algunos factores de riesgo que podrían afectar negativamente al dinamismo de la inversión pública en el presente año. En primer lugar destaca el efecto del ciclo de cambio de autoridades subnacionales, a lo cual se podría sumar el impacto de las denuncias de corrupción en la capacidad de contratación de empresas del sector privado, y finalmente los problemas para destrabar proyectos de inversión pública que a la fecha se encuentran paralizados.

#### ***Cambio de autoridades subnacionales***

Como se revisara en anteriores publicaciones del Reporte de Inflación, los años de recambio de autoridades de los gobiernos subnacionales implicaron reducciones en su gasto de inversión, que generaron caídas en la inversión pública de 11,2 y 9,5 por ciento en 2011 y 2015, respectivamente.

Como una medida para enfrentar este riesgo, recientemente se ha aprobado el adelanto de las transferencias a los gobiernos subnacionales por concepto de canon minero. El DS 033-2019-EF estableció el adelanto del 60 por ciento del monto previsto en el presupuesto público por esta fuente, el que fue realizado en febrero, en lugar de la fecha usual del mes de julio. Con ello, las autoridades subnacionales ya contarían con fondos para ejecutar el gasto, en lugar de esperar hasta el segundo semestre del año, reduciendo así el riesgo de sub ejecución presupuestal.

Por otro lado, se espera un mayor dinamismo de la Reconstrucción con Cambios en el presente año, en línea con las mayores facilidades otorgadas el año anterior. En los primeros dos meses del presente año el gasto en proyectos de inversión ascendió a S/ 161 millones frente a los S/ 31 millones del año anterior. Este incremento se observó principalmente en los gobiernos locales, lo que se tradujo en un crecimiento del gasto de capital de los municipios del norte del país.

#### ***Obras Paralizadas***

Con información al 31 de julio de 2018, la Contraloría ha reportado<sup>14</sup> que las entidades públicas han informado de 867 proyectos de inversión pública paralizados, que corresponden a contratos con un valor de S/ 16 871 millones (2,3 por ciento del PBI).

Si se clasifican los proyectos paralizados por su valor contratado, se encuentra que 719 de ellos tienen un valor menor a S/ 10 millones y solo 25 de ellos superan los S/ 100 millones (pero explican S/ 10 754 millones del total).

Atendiendo a la modalidad de ejecución, la contrata (607 proyectos) y la administración directa (143 proyectos) son los mecanismos que más sufren de paralizaciones. También existen 83

14 Reporte de Obras Paralizadas. Contraloría General de la República. Marzo 2019.

proyectos ejecutados por núcleos ejecutores y 12 mediante APP (con valor de S/ 6 576 millones), entre otros.

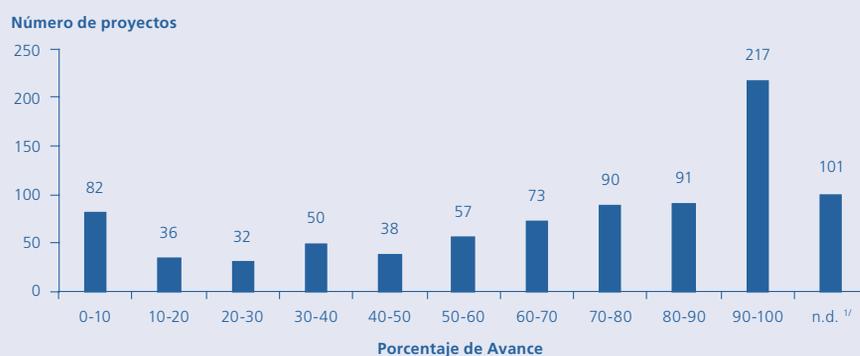
Las principales razones para la paralización de obras son deficiencia técnica, incumplimiento de contrato, arbitraje, limitaciones presupuestales y falta de terrenos.

Causas de paralización	Número	%
Deficiencia técnica / incumplimiento contractual	340	39
En arbitraje	242	28
Limitación presupuestal	126	15
Disponibilidad de terreno	27	3
Cambio de profesionales	18	2
Otros	11	1
Sin datos	103	12
<b>TOTAL</b>	<b>867</b>	<b>100</b>

Fuente: Reporte de Obras Paralizadas.

La paralización de obra ocurre con más frecuencia (46 por ciento) cuando esta alcanza un porcentaje de avance entre 70 y 100 por ciento.

#### NÚMERO DE PROYECTOS PARALIZADOS SEGÚN AVANCE FÍSICO DE OBRA



1/ No disponible.

En cuanto al tiempo de paralización, la información al 31 de julio de 2018 contiene proyectos que a esa fecha llevaban paralizados desde 323 hasta 1 971 días.

En este marco la Contraloría ha presentado recientemente una iniciativa legislativa<sup>15</sup> que contempla la creación de un régimen especial aplicable a obras paralizadas por un periodo mayor a seis meses, por razones no imputables al Estado, y que tengan un avance de al menos 80 por ciento.

<sup>15</sup> Proyecto de Ley 03928/2018-CGR de febrero de este año.





De acuerdo a la propuesta, las entidades podrán dar término al contrato y ofrecer el remanente de la obra a los postores que no consiguieron la buena pro en la selección del contratista. Si estos postores no tienen interés, se autoriza a la entidad a realizar la contratación directa de un nuevo contratista para finalizar la obra.

La propuesta agilizaría la culminación de obras paralizadas pues facilita y amplía el ámbito de aplicación de mecanismos similares que ya existen en la actual Ley de Contrataciones del Estado, aunque su aplicación requiere de un adecuado control.

### **Medidas para mitigar el impacto de casos vinculados a la corrupción**

En el período 2017-2018, Provías Nacional adjudicó procesos para la ejecución de obras por un total de S/ 5 mil millones. Los procesos adjudicados a las empresas del denominado “Club de la Construcción” (catorce empresas), en forma individual o como parte de un consorcio, representan el 49 por ciento de este total. Sin embargo, la participación de estas empresas en los procesos adjudicados, que ascendió a 75 por ciento en 2017, disminuyó a 27 por ciento en 2018.

#### **PROVIAS NACIONAL: OBRAS ADJUDICADAS <sup>1/</sup>** (Millones de soles)

	Proyectos adjudicados				Total
	“Club de la Construcción”	%	Resto de empresas	%	
2017	1 766	75	604	25	2 370
2018	695	27	1 923	73	2 618
<b>Total</b>	<b>2 461</b>	<b>49</b>	<b>2 527</b>	<b>51</b>	<b>4 988</b>

1/ No incluyen IGV.

Fuente: MTC - Provías Nacional.

De otro lado, se espera que el conjunto de potenciales empresas postoras aumente debido, entre otros factores, a la estabilidad macroeconómica, la vigencia de tratados de libre comercio que regulan la participación de empresas de los socios comerciales bajo condiciones de trato nacional, la magnitud de los proyectos y los cambios normativos que tienden a facilitar la participación en los procesos a través de la reducción de los costos para las empresas.

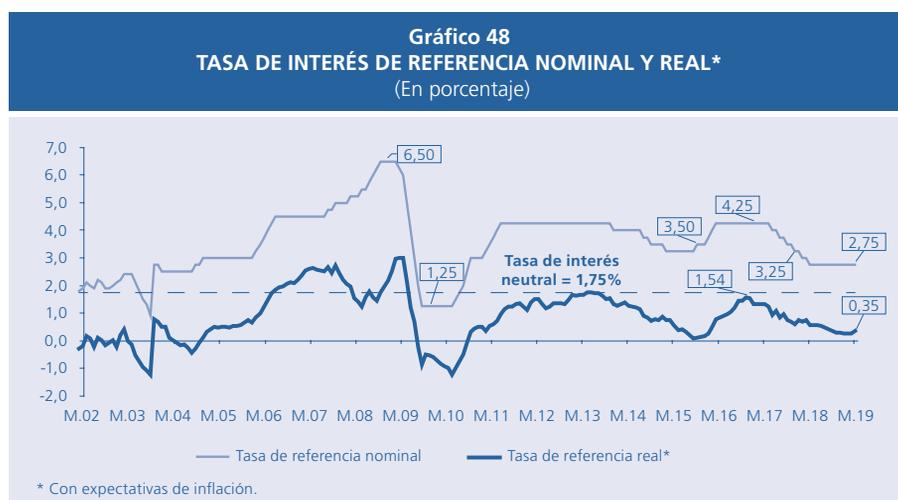
Respecto a este último factor, recientemente se ha modificado el Reglamento de la Ley de Contrataciones del Estado en lo que se refiere a la exigencia de garantías financieras a las empresas que realizan contratos con el Estado. En el caso de las garantías de fiel cumplimiento, se permitirá que estas se reduzcan de 10 a 5 por ciento del valor de la obra si el contratista admite que el Estado retenga 5 por ciento en al menos la mitad de las valorizaciones pactadas. En el caso de las garantías por los montos que el Estado pague por adelantado a los contratistas, el reglamento permite ahora reemplazarlas por un fideicomiso que administrará el uso de estos recursos.

## V. Política monetaria y mercados financieros

### Acciones de política monetaria

58. Entre noviembre 2018 y marzo 2019 las acciones de **política monetaria** del BCRP continuaron orientadas a mantener una posición expansiva. En ese sentido, se mantuvo la **tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento entre noviembre 2018 y marzo 2019. El Directorio del BCRP reiteró en sus comunicados 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, la tasa de interés real se ubicó alrededor de 0,35 por ciento en marzo, por debajo de su nivel neutral estimado en 1,75 por ciento. Esta posición expansiva de política monetaria es consistente con una tasa de inflación que se ubica alrededor de 2,0 por ciento y una brecha producto negativa que se proyecta continuará cerrándose gradualmente en el horizonte de proyección.





59. La decisión de mantener una posición expansiva de política monetaria tomó en cuenta los siguientes factores:
- Entre noviembre de 2018 y febrero de 2019, la **tasa de inflación interanual y los indicadores de tendencia inflacionaria** se ubicaron dentro del rango meta. Así la tasa de inflación en febrero se ubicó en 2,00 por ciento, y la inflación sin alimentos y energía en 2,39 por ciento.
  - Las **expectativas de inflación** se redujeron pasando de 2,50 en diciembre de 2018 a 2,40 por ciento en febrero de 2019.
  - Los **indicadores de la actividad económica** no primaria continuaron mostrando signos de dinamismo de la actividad económica, aunque la producción se ubica por debajo de su potencial.
  - Se mantienen los riesgos respecto a la **actividad económica mundial**, aunque se ha venido observando una menor volatilidad en los mercados financieros internacionales

### Operaciones Monetarias

60. Las **operaciones del Banco Central** se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez. Para ello, y ante una mayor demanda de fondos a plazo por parte de la banca, se realizaron operaciones Repo (de valores y de monedas) a plazos de hasta 1 año. Estas operaciones contribuyeron a la reducción en las tasas de interés de corto plazo tanto activas como pasivas, que se incrementaron transitoriamente a fines de 2018 ante la mayor demanda por créditos en soles.

Cuadro 30  
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.17	Dic.18	Feb.19	Dic.17	Dic.18	Feb.19
<b>Esterilización Monetaria</b>						
1. CD BCRP	30 747	27 061	31 394	3,96	2,70	2,73
2. Depósitos <i>overnight</i>	1 592	1 802	1 176	2,00	1,50	1,50
<b>Inyección Monetaria</b>						
3. Repos de Monedas	16 680	7 358	8 353	4,88	3,80	3,88
a. Regular	8 900	5 408	7 053	5,27	3,81	3,93
b. Expansión	4 050	150	0	5,07	5,80	n.a.
c. Sustitución	3 730	1 800	1 300	3,75	3,60	3,60
4. Repos de Valores	5 420	5 950	4 850	3,79	3,95	4,02
5. Subastas de fondos del Tesoro Público	1 200	4 000	4 500	4,49	4,22	4,25

61. Como resultado de estas operaciones, el saldo de las operaciones de Reporte representó el 5,9 por ciento de los activos netos del BCRP, mientras que el saldo de

instrumentos de esterilización del BCRP, el 14,8 por ciento a fines de febrero 2019. Por su parte, los depósitos del sector público redujeron su participación en los pasivos netos del BCRP a 30,3 por ciento; sin embargo, se mantienen como el pasivo más importante del BCRP.

<b>Cuadro 31</b> <b>BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*</b> (Como porcentaje de los Activos Netos)					
	Dic.16	Dic.17	Nov.18	Dic.18	Feb.19
<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>93,8%</b>	<b>93,8%</b>	<b>94,1%</b>
<i>En millones de US\$</i>	61 686	63 621	59 387	60 121	63 254
<b>Repos</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,9%</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>31,7%</b>	<b>31,3%</b>	<b>30,3%</b>
En moneda nacional	12,1%	18,5%	19,3%	18,5%	18,1%
En moneda extranjera	21,4%	13,3%	12,4%	12,8%	12,2%
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>32,9%</b>	<b>29,6%</b>	<b>26,2%</b>	<b>25,6%</b>	<b>28,0%</b>
En moneda nacional	4,5%	5,0%	5,0%	5,3%	4,8%
En moneda extranjera	28,4%	24,6%	21,2%	20,3%	23,2%
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>11,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,8%</b>
CD BCRP	9,7%	13,5%	12,7%	12,6%	14,2%
CDLD BCRP	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
CDR BCRP	0,3%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
<i>Depósitos overnight y a plazo</i>	0,9%	0,7%	0,9%	0,8%	0,5%
<b>4. Circulante</b>	<b>18,1%</b>	<b>20,1%</b>	<b>21,7%</b>	<b>22,9%</b>	<b>21,1%</b>
<b>5. Otros*</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,7%</b>

\* Incluye patrimonio y otras cuentas del balance del BCRP.



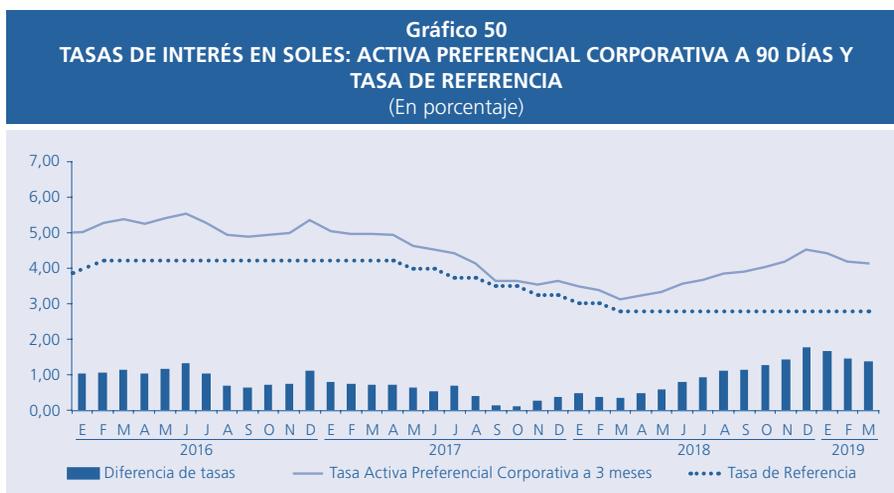


**Tasas de interés**

62. Las **tasas de interés** del mercado monetario moderaron el incremento observado en el cuarto trimestre de 2018, asociado a una mayor demanda por crédito en soles. Así, entre diciembre 2018 y marzo 2019, las tasas de interés activas y pasivas han disminuido en promedio 35 y 51 puntos básicos, respectivamente. Con ello, las tasas de interés del mercado monetario se mantienen por debajo de sus niveles promedio, consistente con la posición expansiva de la política monetaria. También influyó en la evolución de las tasas de interés un cambio en las expectativas de mercado sobre la evolución futura de la tasa de interés de referencia, que ahora consideran una reversión más gradual del estímulo monetario.

		Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19*
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	3,0	2,7	2,9	2,7	3,1	2,6
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,3	3,0	2,8	3,4	4,0	3,6
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,6	3,2	3,3	3,6	4,2	4,1
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	3,6	3,1	3,6	3,9	4,5	4,0
	Corporativos	4,0	3,8	4,3	4,3	4,9	4,7
	Grandes Empresas	6,2	6,4	6,3	6,2	6,4	6,6
	Medianas Empresas	9,7	9,8	9,3	10,3	9,8	10,3
	Pequeñas Empresas	19,8	19,8	19,1	19,1	18,5	18,6
	Consumo	48,6	43,9	41,7	41,1	44,9	41,1
	Hipotecario	7,7	7,4	7,3	7,5	7,6	8,0

\* Al 27 de marzo.  
Fuente: SBS.



Cuadro 33 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA AL CIERRE DEL AÑO			
	31 de dic.	31 de ene.	28 de feb.
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	3,25	3,25	3,25
2020	3,50	3,50	3,25
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	3,25	3,25	3,00
2020	3,50	3,50	3,25

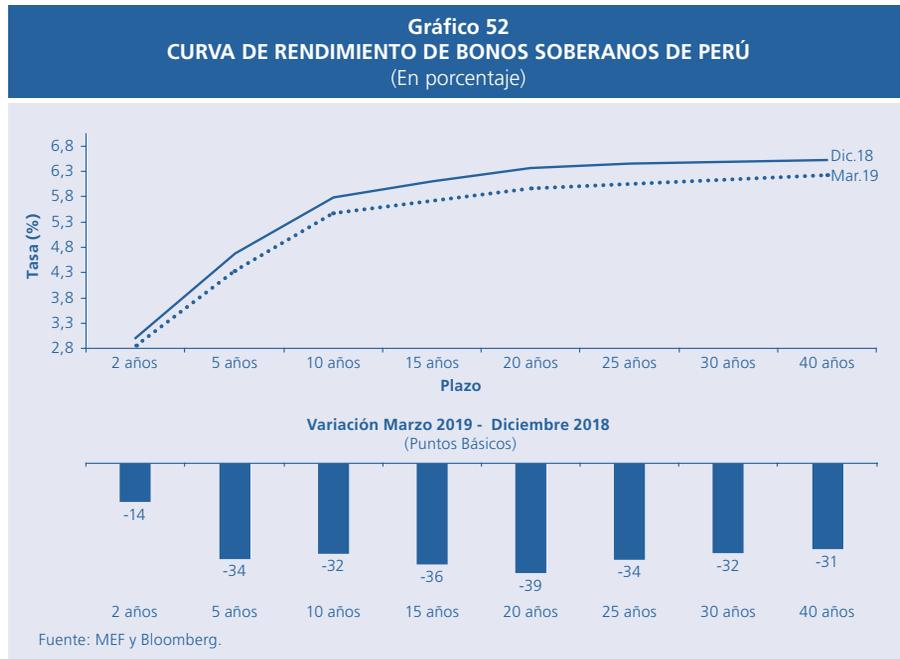
La encuesta se realizó en las fechas señaladas en los títulos.  
Fuente: BCRP.

63. La **curva de rendimiento** de **CDBCRP** a plazos entre 3 y 12 meses disminuyó en promedio 17 puntos básicos entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, debido a la mayor demanda por valores de alta calidad por parte de la banca y ante la expectativa de una reversión más gradual del estímulo monetario por parte del BCRP.



De otro lado, las tasas de interés promedio de los **bonos soberanos** disminuyeron en promedio 32 puntos básicos en marzo de 2019 respecto al cuarto trimestre de 2018. La menor aversión al riesgo hacia mercados emergentes, en un contexto de menor probabilidad de ocurrencia de un escalamiento de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, favoreció el desempeño del mercado de renta fija gubernamental. Cabe señalar que, la demanda por los bonos soberanos continúa aumentando, pues los inversionistas no residentes han comprado S/ 10 330 millones en lo que va del primer trimestre de 2019.



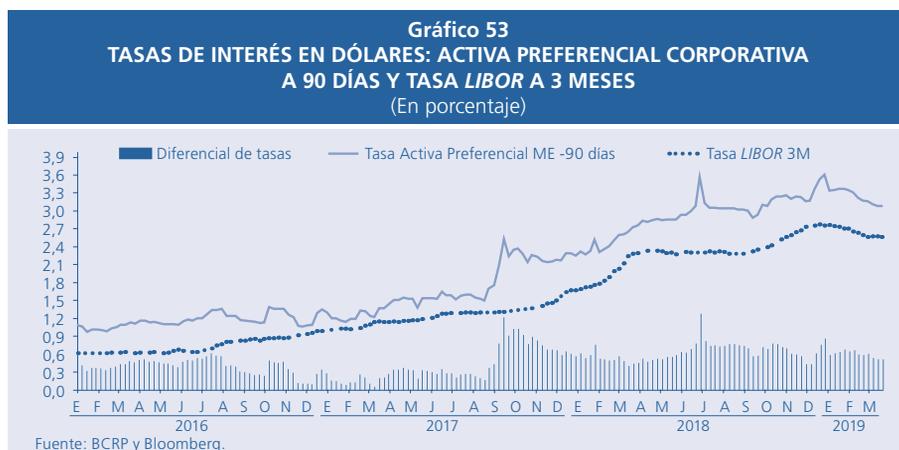


64. En el caso de las tasas de interés en dólares, éstas presentaron un comportamiento estable con algunas presiones a la baja, lo que estuvo asociado al cambio en el tono del comunicado de la Reserva Federal en enero que indica una reversión más gradual de su posición de estímulo monetario. La tasa interbancaria subió de 2,25 a 2,50 por ciento entre diciembre de 2018 y marzo de 2019; mientras que las tasas preferenciales corporativas a 90 días, tanto activas como pasivas, disminuyeron en 46 y 22 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las tasas de interés en moneda extranjera en el mercado de créditos, éstas subieron en promedio 3 puntos básicos.

**Cuadro 34**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA**  
(En porcentaje)

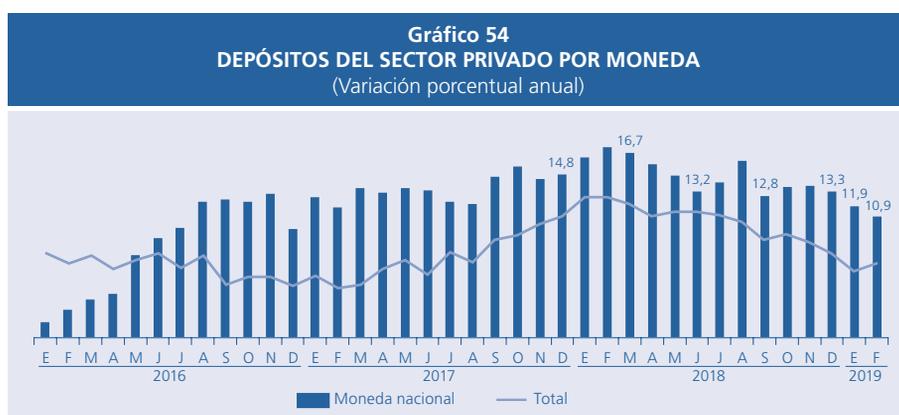
		Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	1,1	1,2	1,3	1,4	1,9	1,9
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,3	1,4	1,6	1,7	2,0	2,2
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,1	1,1	1,5	1,3	1,9	2,0
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	2,3	2,8	3,1	3,0	3,6	3,1
	Corporativos	3,2	3,0	3,4	3,7	4,0	3,6
	Grandes Empresas	5,3	5,1	5,1	5,4	5,5	5,4
	Medianas Empresas	6,4	6,7	7,1	7,3	6,9	7,5
	Pequeñas Empresas	7,3	10,1	10,2	9,9	9,9	10,2
	Consumo	32,9	34,1	33,9	34,8	36,1	35,6
	Hipotecario	5,9	5,9	5,8	6,1	6,1	6,3

Fuente: SBS.  
\* Al 27 de marzo.



### Liquidez

65. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 6,7 por ciento en febrero. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 10,9 por ciento interanual en febrero, mientras que los depósitos en dólares tan solo crecieron en 0,4 por ciento, reflejando una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional, en particular en el caso de las empresas.



**Cuadro 35**  
**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	Dic.18	Feb.19	Dic.19*	Dic.20*
Circulante (fin de periodo)	6,5	5,8	6,2	5,9	6,7	10,8	10,3	8,6	7,9	5,6	8,1	8,5
Depósitos en moneda nacional	9,8	13,6	13,3	14,6	14,8	16,7	13,2	12,8	13,3	10,9	13,7	14,9
Depósitos totales <sup>1/</sup>	4,7	4,8	5,7	8,9	11,0	12,2	11,4	8,8	7,6	6,7	8,9	9,0
Liquidez en moneda nacional	9,0	11,5	10,7	11,8	12,5	14,9	12,4	11,7	12,1	9,9	12,4	13,5
Liquidez total <sup>1/</sup>	5,1	4,9	5,2	8,0	10,1	12,2	11,4	9,1	8,1	6,9	10,0	10,9
Crédito al sector privado en moneda nacional	7,2	4,4	3,9	5,2	5,3	7,4	9,2	9,9	11,3	11,2	11,0	11,2
Crédito al sector privado total <sup>1/</sup>	5,6	4,5	4,5	5,4	6,7	7,8	9,0	8,7	8,3	7,6	9,0	9,0

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





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 37,9 por ciento en febrero.

**Cuadro 36**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO**  
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Ene.19	Feb.19
<b>Depósitos de personas</b>	<b>35,4</b>	<b>34,9</b>	<b>34,2</b>	<b>33,6</b>	<b>32,4</b>	<b>33,1</b>	<b>33,4</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	34,6	33,9	33,6	33,1	32,4	32,9	33,0
Vista	48,0	46,6	48,3	45,9	43,9	45,0	47,6
Ahorro	39,6	38,5	38,3	37,0	35,9	35,7	35,7
Plazo	31,1	30,5	29,6	29,5	28,8	31,0	31,3
CTS	27,4	27,7	26,1	26,1	24,5	24,5	24,6
<b>Depósitos de empresas</b>	<b>50,5</b>	<b>49,6</b>	<b>50,3</b>	<b>48,7</b>	<b>47,0</b>	<b>48,3</b>	<b>48,5</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	49,5	48,5	49,6	48,1	47,0	48,0	47,9
Vista	48,0	46,6	48,3	45,9	43,9	45,0	45,4
Ahorro	53,6	60,9	55,5	73,3	45,5	50,9	52,7
Plazo	59,9	57,9	57,5	55,9	62,2	72,9	83,3
<b>TOTAL</b>	<b>40,4</b>	<b>39,9</b>	<b>39,6</b>	<b>38,6</b>	<b>37,3</b>	<b>37,7</b>	<b>37,9</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	39,5	38,8	38,9	38,1	37,3	37,4	37,4

### Crédito al sector privado

66. El **crédito al sector privado** creció 7,6 por ciento interanual en febrero. Por segmentos, el crédito a empresas creció 5,4 por ciento, mientras que el crédito a los hogares lo hizo en 11,4 por ciento. En el caso del crédito a personas, el crédito de consumo e hipotecario continúan mostrando las mayores tasas de expansión (13,2 y 8,7 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 (5,4 y 6,7 por ciento de crecimiento, respectivamente).

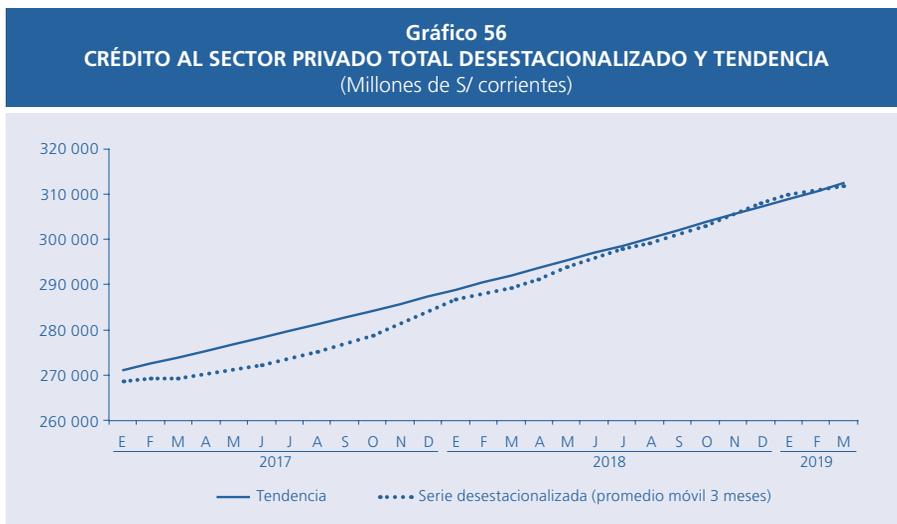
**Cuadro 37**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL**  
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic. 17	Mar. 18	Jun. 18	Set. 18	Dic. 18	Feb. 19
<b>Crédito a empresas</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>
Corporativo y gran empresa	6,2	8,1	10,6	9,9	8,8	5,4
Medianas empresas	0,6	1,9	2,4	2,7	3,8	4,2
Pequeña y microempresa	9,5	8,8	8,1	6,3	5,0	6,7
<b>Crédito a personas</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>
Consumo	8,8	10,4	11,6	12,3	12,5	13,2
Vehiculares	-4,4	-0,8	-2,9	-1,8	-3,7	-4,9
Tarjetas de crédito	3,0	3,8	6,0	8,5	12,0	12,7
Resto	13,0	14,8	15,7	15,2	13,7	14,4
Hipotecario	8,5	8,6	9,4	9,4	8,8	8,7
<b>TOTAL</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>

67. El crédito en soles continúa creciendo a tasas de dos dígitos, mientras que el crédito en dólares ha moderado su crecimiento, lo cual es consistente con el mayor costo esperado del crédito en dólares, y a que las tasas de interés en soles permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, el crédito en soles pasó de una tasa de crecimiento de 11,3 por ciento en diciembre a 11,2 por ciento en febrero, mientras que en dólares pasó de un crecimiento de 1,5 por ciento en diciembre a una caída de 0,7 por ciento en febrero.



68. El saldo del crédito total al sector privado continuó evolucionado en línea con su tendencia, sin mostrar señales de insuficiencia o exceso en la provisión del crédito.





**Cuadro 38**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual anual)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Ene.19	Feb.19
<b>Moneda Nacional</b>	5,3	7,4	9,2	9,9	11,3	11,8	11,2
<b>Moneda Extranjera</b>	9,9	8,6	8,5	5,8	1,5	0,1	-0,7
<b>Total</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>

69. A febrero 2019, el crédito al sector privado en moneda nacional de las sociedades de depósito se incrementó en S/ 22 666 millones en los últimos doce meses. Este incremento se financió principalmente con el aumento de depósitos del sector privado (S/ 16 165 millones) así como con el aumento de los depósitos del sector público (S/ 4 059 millones) y el vencimiento neto de CDBCRP (S/ 2 717 millones). Si bien las operaciones del BCRP retiraron liquidez en S/ 1 012 millones en el periodo de referencia, cabe resaltar que se ha venido inyectando liquidez en soles en los últimos meses a través de operaciones de reporte de moneda y reporte de valores. En este contexto, se espera que la brecha entre crédito y depósitos privados se reduzca de modo gradual en el horizonte de proyección 2019-2020.

**Cuadro 39**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL**  
(En millones de soles)

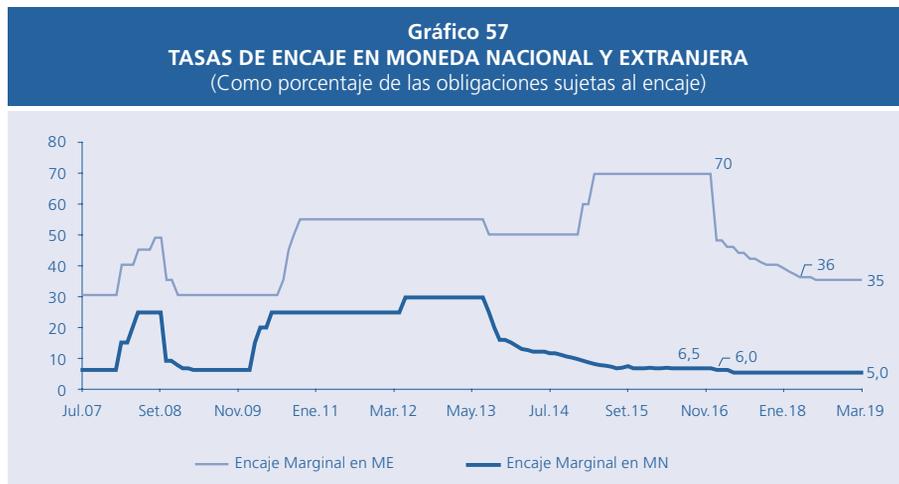
	Saldos		Flujos
	Feb.2018	Feb.2019	Feb.2019/Feb.2018
<b>Crédito al sector Privado</b>	<b>202 780</b>	<b>225 446</b>	<b>22 666</b>
<b>1. Obligaciones Totales <sup>1/</sup></b>	<b>184 987</b>	<b>207 483</b>	<b>22 496</b>
a. Privados no financieros	146 144	162 309	16 165
b. Sector público	21 481	25 540	4 059
c. Otras entidades financieras	14 029	15 147	1 118
d. No residentes <sup>1/</sup>	3 332	4 486	1 154
<b>2. Operaciones BCRP</b>	<b>-33 418</b>	<b>-34 430</b>	<b>-1 012</b>
a. Caja	-8 228	-8 623	-395
b. Depósitos <sup>2/</sup>	-8 065	-10 221	-2 156
c. Valores <sup>3/</sup>	-34 673	-28 727	5 946
d. Operaciones de Reporte	17 548	13 141	-4 407
<b>3. Financiamiento al sector Público</b>	<b>-24 150</b>	<b>-21 920</b>	<b>2 230</b>
<b>4. Resto</b>	<b>75 361</b>	<b>74 313</b>	<b>-1 048</b>

<sup>1/</sup> Incluye depósitos, y en menor medida, valores emitidos.

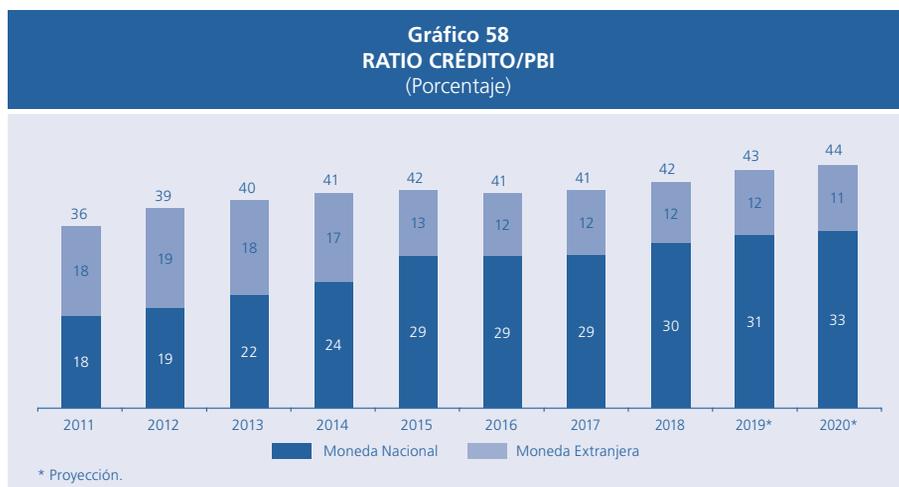
<sup>2/</sup> Incluye depósitos de cuenta corriente, *overnight*, plazo y especial.

<sup>3/</sup> Incluyen tenencias de CDs, CDLDs, CDRs.

70. Las tasas de encaje en soles y dólares se han mantenido en 5,0 por ciento y 35 por ciento, respectivamente. Ello luego de sucesivas reducciones en los dos años anteriores, como medidas complementarias a la posición expansiva de política monetaria del BCRP. En el caso del encaje en dólares, las medidas han ayudado a atenuar el efecto del alza de las tasas en dicha moneda a nivel internacional, debido al proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, en las condiciones crediticias domésticas.

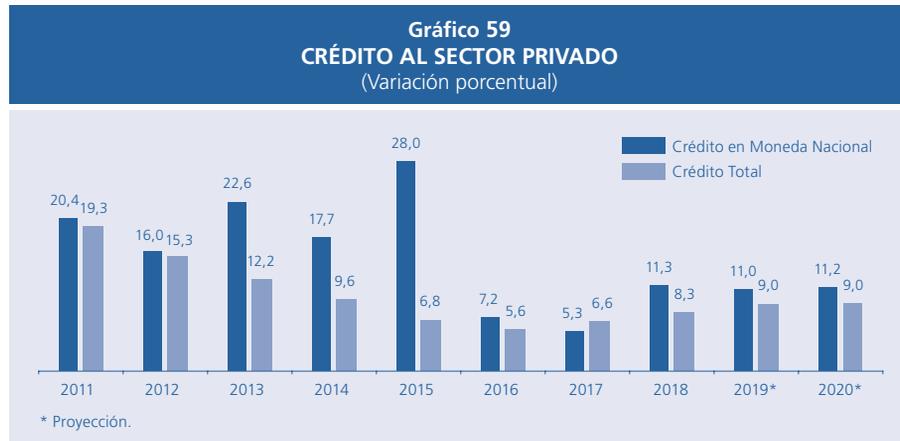


71. Para el horizonte de proyección 2019-2020, se prevé que el **crédito al sector privado crezca** a tasas mayores que el PBI nominal, con lo que su ratio respecto al PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 44 por ciento en 2020. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna para estos años.



72. 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.





73. En proyección, la expansión del crédito estaría financiada principalmente a través de las obligaciones totales. Durante 2019 el BCRP continuaría inyectando liquidez mediante las operaciones de reporte de moneda, mientras que en 2020 se retiraría liquidez en moneda nacional mediante la colocación de CD BCRP y el vencimiento de operaciones de reporte.

**Cuadro 40**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL**  
(En millones de soles)

	Saldos			Flujos		
	2018	2019	2020	2018	2019*	2020*
<b>Crédito al sector Privado</b>	<b>223 513</b>	<b>247 998</b>	<b>275 754</b>	<b>22 636</b>	<b>24 485</b>	<b>27 757</b>
1. Obligaciones Totales <sup>1/</sup>	203 513	226 714	256 915	19 394	23 201	30 202
2. Operaciones BCRP	-30 883	-16 559	-19 188	-4 081	4 639	-2 629
3. Financiamiento al sector Público	-26 731	-26 995	-29 611	-3 145	- 264	-2 616
4. Resto	77 614	64 838	67 639	10 467	-3 092	2 801

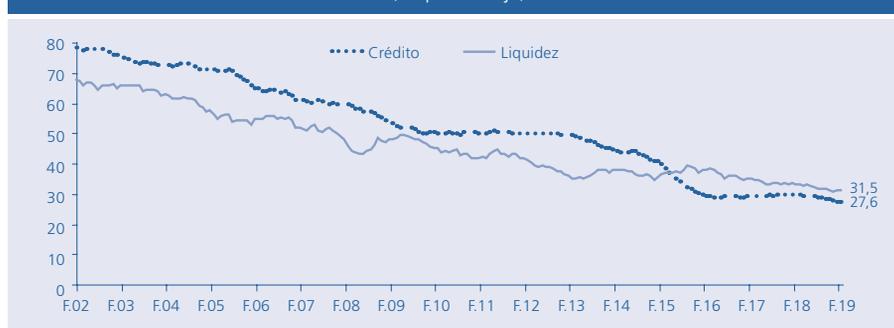
<sup>1/</sup> Incluye depósitos, y en menor medida, valores emitidos.  
\* Proyección.

74. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 27,6 por ciento en febrero, menor al nivel observado en diciembre (28,2 por ciento). Esta reducción refleja tanto la menor dolarización del crédito a empresas, que pasó de 39,2 por ciento en diciembre a 38,6 por ciento en febrero, como de la dolarización del crédito a personas, que se redujo de 10,5 a 10,3 por ciento. La dolarización continuó disminuyendo también en los segmentos de créditos hipotecarios y vehiculares, cuyos porcentajes se redujeron en febrero a 16,1 y 13,9 por ciento, respectivamente.

**Cuadro 41**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO**  
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Ene.19	Feb.19
<b>Crédito a empresas</b>	<b>40,7</b>	<b>40,5</b>	<b>40,5</b>	<b>40,0</b>	<b>39,2</b>	<b>38,7</b>	<b>38,6</b>
Corporativo y gran empresa	54,9	54,5	54,4	53,8	52,3	51,5	51,6
Medianas empresas	41,4	41,2	41,4	40,5	40,6	40,7	40,6
Pequeña y microempresa	6,9	6,7	6,5	6,4	6,2	6,2	6,1
<b>Crédito a personas</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>
Consumo	7,0	6,8	6,7	6,6	6,4	6,4	6,4
Vehiculares	20,8	18,1	16,4	15,1	14,2	14,2	13,9
Tarjetas de crédito	7,1	7,3	7,4	7,5	7,3	7,3	7,3
Resto	6,2	6,0	5,8	5,7	5,6	5,6	5,6
Hipotecario	19,9	19,1	18,2	17,5	16,6	16,3	16,1
<b>TOTAL</b>	<b>30,1</b>	<b>29,7</b>	<b>29,4</b>	<b>29,0</b>	<b>28,2</b>	<b>27,7</b>	<b>27,6</b>
A tipo de cambio corriente	29,3	28,8	28,8	28,5	28,2	27,5	27,2

**Gráfico 60**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2002-2019**  
(En porcentaje)



75. El ratio de morosidad del crédito fue 3,45 por ciento en febrero superior en 0,12 puntos porcentuales respecto al registrado al cierre de 2018 (3,33 por ciento). En particular, la morosidad en los créditos a empresas se incrementó en 0,22 puntos porcentuales en los primeros meses del año, en tanto que el del crédito a personas naturales bajó de 3,14 a 3,10 por ciento.

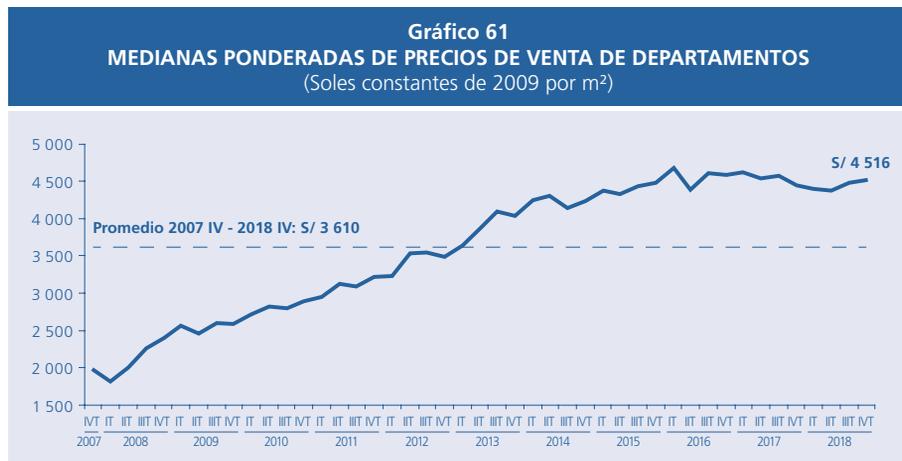
**Cuadro 42**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Ene.19	Feb.19
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,33</b>	<b>3,48</b>	<b>3,54</b>	<b>3,62</b>	<b>3,43</b>	<b>3,56</b>	<b>3,65</b>
Corporativo y grandes empresas	0,47	0,54	0,57	0,60	0,55	0,58	0,61
Medianas empresas	7,02	7,38	7,46	7,75	7,53	7,86	8,07
Micro y pequeñas empresas	7,12	7,53	7,74	7,83	7,39	7,44	7,50
<b>Crédito a personas</b>	<b>3,29</b>	<b>3,27</b>	<b>3,28</b>	<b>3,15</b>	<b>3,14</b>	<b>3,16</b>	<b>3,10</b>
Consumo	3,70	3,60	3,59	3,32	3,24	3,23	3,20
Vehiculares	6,10	6,14	5,59	5,30	4,45	4,22	4,01
Tarjetas de crédito	5,13	4,89	4,84	4,16	3,90	3,93	3,92
Hipotecario	2,78	2,86	2,89	2,92	3,03	3,07	2,98
<b>TOTAL</b>	<b>3,31</b>	<b>3,40</b>	<b>3,45</b>	<b>3,45</b>	<b>3,33</b>	<b>3,42</b>	<b>3,45</b>





76. Los indicadores de precios de inmuebles muestran la ausencia de excesos macro-financieros. Así, los precios de venta en soles constantes por metro cuadrado de Lima Metropolitana mostraron un comportamiento estable. En el último trimestre de 2018, el ratio precio-renta anual registró un valor de 17,6, mayor al nivel registrado en el cuarto trimestre del año anterior (17,1), valor menor al considerado como indicativo de un crecimiento excesivo en el precio de las viviendas (mayor a 20).



### Recuadro 5 EFECTOS DEL PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN DEL BCRP

Este recuadro resume los resultados de tres trabajos de investigación que evalúan los resultados del programa de desdolarización del BCRP. La dolarización financiera parcial es un factor de riesgo presente en la economía peruana, debido a que las fluctuaciones abruptas del tipo de cambio, en un contexto en donde existe un descalce de monedas, pueden ser nocivas para la estabilidad macroeconómica del país. Debido a ello, desde el año 2013 el BCRP ha implementado un programa de desdolarización del sistema financiero. Dicho programa se basa en medidas de encaje adicional en función a límites al saldo de crédito en moneda extranjera, tanto para el caso de crédito total como el hipotecario y vehicular. Como consecuencia de ello, la dolarización del crédito al sector privado se ha reducido desde 45,3 por ciento en 2013 a 28,2 por ciento al cierre de 2018<sup>16</sup>.

#### COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Porcentajes					
	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
<b>Crédito a empresas</b>	<b>55,7</b>	<b>51,5</b>	<b>38,4</b>	<b>38,4</b>	<b>40,7</b>	<b>39,2</b>
Corporativo y gran empresa	69,7	62,7	46,2	49,3	54,9	52,3
Medianas empresas	66,5	62,2	47,3	43,0	41,4	40,6
Pequeña y microempresa	14,4	12,8	8,7	7,0	6,9	6,2
<b>Crédito a personas</b>	<b>25,3</b>	<b>22,0</b>	<b>15,7</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	<b>10,5</b>
Consumo	11,7	10,6	7,9	6,9	7,0	6,4
Vehiculares	78,1	71,4	44,3	26,9	20,8	14,2
Tarjetas de crédito	8,1	7,4	6,3	6,4	7,1	7,3
Resto	7,1	6,7	5,9	5,9	6,2	5,6
Hipotecario	43,0	36,7	26,5	22,5	19,9	16,6
<b>TOTAL</b>	<b>45,3</b>	<b>41,2</b>	<b>30,2</b>	<b>29,2</b>	<b>30,1</b>	<b>28,2</b>
<i>A tipo de cambio corriente</i>	<i>40,7</i>	<i>38,2</i>	<i>30,5</i>	<i>29,1</i>	<i>29,3</i>	<i>28,2</i>

Existen varios trabajos académicos que evalúan y estiman el impacto de las medidas implementadas por el BCRP en la reducción de la dolarización. Para ello, es necesario cuantificar y aislar los efectos de los cambios en otros factores que afectan también la dolarización del crédito, como por ejemplo cambios en el riesgo cambiario. Estos trabajos encuentran que el programa de desdolarización ha sido sumamente exitoso, lo cual ha aumentado la resiliencia del sistema financiero frente a choques externos.

En un primer trabajo, Castillo y otros (2016)<sup>17</sup> cuantifican el efecto de las medidas anteriormente descritas mediante un ejercicio de contra-factuales: es decir, teniendo en cuenta el escenario macroeconómico existente, se estima cuanto hubiera sido la dolarización si no se hubiera

16 Una descripción detallada de las medidas de desdolarización en mención puede encontrarse en Castillo, Vega, Cabello y Serrano (2015) "La conquista del sol: Resultados de las medidas del BCRP para acelerar la desdolarización de la economía". Revista Moneda, 164, 4-10.

17 Castillo, Vega, Serrano y Burga (2016): "La desdolarización del crédito en el Perú: el papel de los instrumentos no convencionales de política monetaria". BCRP, Documento de trabajo 2016-002.





implementado el programa. En este caso, los autores encuentran que en 2015, de la reducción de la dolarización observada de 13 puntos porcentuales (de 43 a 30 por ciento), 8 puntos porcentuales son explicados por las medidas implementadas por el BCRP. El resto de la reducción corresponde principalmente a mayores expectativas depreciatorias.

De forma similar, Infante (2018)<sup>18</sup>, realiza un análisis de impacto usando grupos de control. Para ello se utiliza como variables de control aquellas observadas en otra economía dolarizada (Uruguay) para el periodo 1999-2018, lo cual permite identificar los efectos del programa de desdolarización en la economía en la cual se realiza el experimento (Perú). La autora encuentra que este programa redujo la dolarización del crédito entre 8 y 14 puntos porcentuales adicionales respecto a la situación que se habría observado sin el programa.

Finalmente, Contreras y otros (2018)<sup>19</sup>, utilizando información individual de créditos a nivel de bancos y empresas de la Central de Registro de Créditos (RCC) para el periodo 2010-2017 con regresiones de tipo Datos de Panel, encuentran que 6,3 puntos porcentuales de la reducción de la dolarización observada entre 2014 y 2017 (10,6 puntos porcentuales) es explicada por las medidas de desdolarización.

<b>Autores</b>	<b>Metodología</b>	<b>Período de análisis</b>	<b>Impacto en dolarización</b>
Castillo, Vega, Serrano y Burga (2015)	Ejercicio de Contra factuales (Pesaran y Smith, 2012)	2001-2015	-8 p.p. (al 2015)
Infante (2018)	Análisis de impacto con grupos de control	1999-2017	entre -8 y -14 p.p. (al 2017)
Contreras, Gondo, Oré, y Pérez (2018)	Datos de panel (información individual)	2010-2017	-6,3 p.p. (al 2017)

Estos resultados muestran que el programa de desdolarización ha sido efectivo en reducir la dolarización del crédito. Este resultado es robusto al análisis bajo distintas metodologías. Así, este programa ha contribuido a la mayor solidez y estabilidad del sistema financiero, y a reforzar a su vez el canal de transmisión de la política monetaria del BCRP.

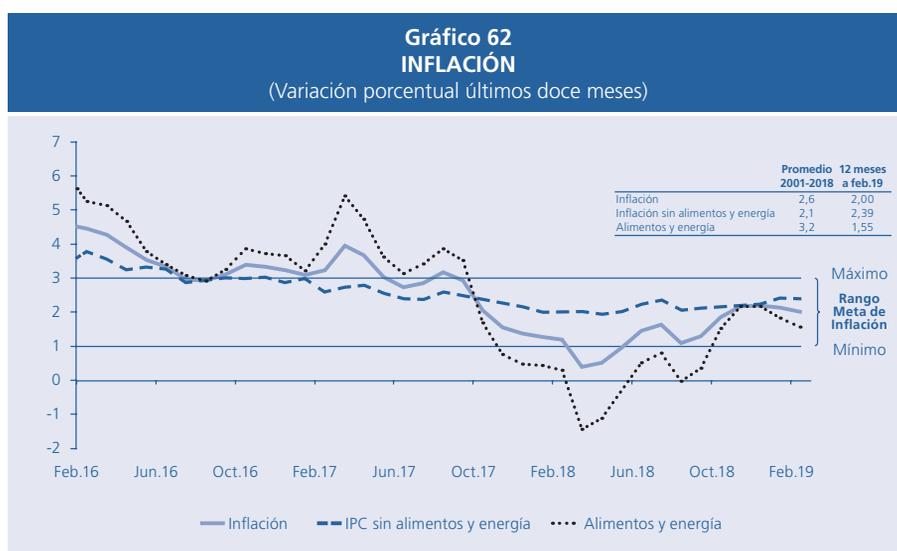
18 Infante, F. (2018): "Desdolarización del crédito en el Perú con políticas monetarias poco convencionales entre 2013 - 2017 ¿Funcionó?" Trabajo ganador del concurso de investigación del BCRP del año 2018.

19 Contreras, Gondo, Oré y Pérez (2018): "Estimación del impacto de las medidas de desdolarización del crédito en el Perú", BCRP, Documento de trabajo 2018-009.

## VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

### Evolución reciente y expectativas de inflación

77. La tasa de inflación anual del total de componentes del IPC se ubicó en 2 por ciento en febrero, en el centro del rango meta del Banco Central (de 1 a 3 por ciento). Por su parte, la tasa de inflación subyacente (IPC que excluye alimentos y energía) fue 2,39 por ciento en febrero.





**Cuadro 43**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

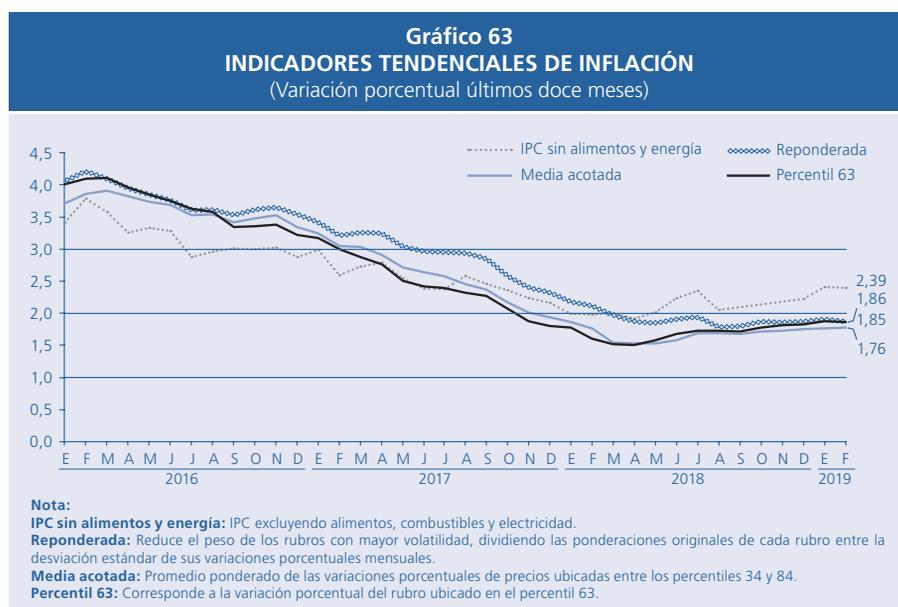
	Peso	2017	2018	2019	
				Ene.-Feb.	12 meses a Feb.
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,36</b>	<b>2,19</b>	<b>0,19</b>	<b>2,00</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>2,15</b>	<b>2,21</b>	<b>0,18</b>	<b>2,39</b>
a. Bienes	21,7	1,24	2,25	0,23	2,31
b. Servicios	34,8	2,70	2,19	0,15	2,44
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>0,46</b>	<b>2,17</b>	<b>0,21</b>	<b>1,55</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	0,31	1,95	-0,02	1,49
b. Combustibles y electricidad	5,7	1,55	3,67	1,70	2,00
Combustibles	2,8	3,95	5,35	-1,67	1,43
Electricidad	2,9	-0,21	2,39	4,37	2,43

78. Se observa una moderación en los incrementos de precios de algunos rubros de servicios, lo que podría estar reflejando una mayor oferta laboral de trabajadores inmigrantes. Los servicios con requisitos de trabajadores menos calificados, como restaurantes o servicios de cuidado personal como salones de peluquerías y spa, registran una desaceleración de sus precios en los últimos años. Esto se atribuiría en parte a una reducción de las presiones en los salarios, a pesar del incremento de la Remuneración Mínima Vital en abril de 2018, por la mayor disponibilidad de mano de obra y la mayor disposición de los extranjeros a recibir menores salarios. Otros servicios, como empleados del hogar y reparaciones, registran asimismo tasas de crecimiento últimos 12 meses inferiores a las tasas promedio 2010-2018.

**Cuadro 44**  
**INFLACIÓN DE SERVICIOS**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2015	2016	2017	2018	Ene.19	Feb.19	2010-18 Prom. anual
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>4,40</b>	<b>3,23</b>	<b>1,36</b>	<b>2,19</b>	<b>2,13</b>	<b>2,00</b>	<b>2,97</b>
<b>Educación</b>	<b>9,1</b>	<b>5,16</b>	<b>4,96</b>	<b>4,58</b>	<b>4,73</b>	<b>5,01</b>	<b>5,13</b>	<b>4,55</b>
<b>Salud</b>	<b>1,1</b>	<b>5,53</b>	<b>5,00</b>	<b>1,83</b>	<b>1,76</b>	<b>1,58</b>	<b>1,74</b>	<b>3,42</b>
<b>Comidas fuera del hogar</b>	<b>11,7</b>	<b>5,44</b>	<b>4,61</b>	<b>3,65</b>	<b>2,19</b>	<b>2,15</b>	<b>2,13</b>	<b>4,71</b>
<b>Otros servicios personales</b>	<b>3,3</b>	<b>1,85</b>	<b>2,83</b>	<b>1,41</b>	<b>1,29</b>	<b>1,32</b>	<b>1,38</b>	<b>1,85</b>
<i>De los cuales</i>								
Empleados del hogar	2,1	0,42	1,72	0,26	0,66	0,66	0,75	0,78
Servicio de cuidado personal	0,6	4,54	4,70	4,43	2,21	2,22	2,22	3,94

79. Para medir la tendencia de la inflación se emplea distintas metodologías que nos permiten verificar que la inflación subyacente se ha mantenido en el rango meta.



80. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-febrero fueron electricidad, educación, consumo de agua, papa y otras hortalizas. Las tarifas de electricidad aumentaron por la reconsideración de las tarifas de distribución por Osinergmin y el ajuste de las tarifas de transmisión, mientras que las de agua fueron autorizadas por Sunass debido al cumplimiento de las metas de inversión de Sedapal en la ampliación de redes de agua potable y alcantarillado en Lima Metropolitana.

**Cuadro 45**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - FEBRERO 2019**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Electricidad	2,9	4,4	0,15	Carne de pollo	3,0	-5,8	-0,16
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	0,6	0,06	Cebolla	0,4	-11,3	-0,05
Consumo de agua	1,6	3,0	0,05	Pescado fresco y congelado	0,7	-7,1	-0,05
Papa	0,9	5,6	0,05	Gasolina y lubricantes	1,3	-3,5	-0,04
Otras hortalizas	0,4	10,7	0,05	Transporte nacional	0,3	-11,7	-0,04
Comidas fuera del hogar	11,7	0,4	0,05	Limón	0,2	-18,4	-0,04
Mandarina	0,2	23,2	0,05	Pasaje urbano	8,5	-0,4	-0,03
Zapallo	0,1	27,2	0,02	Palta	0,1	-10,7	-0,02
Huevos	0,6	4,6	0,02	Azúcar	0,5	-3,4	-0,02
Apio	0,0	43,7	0,02	Teléfonos	2,9	-0,8	-0,01
<b>Total</b>			<b>0,52</b>	<b>Total</b>			<b>-0,46</b>



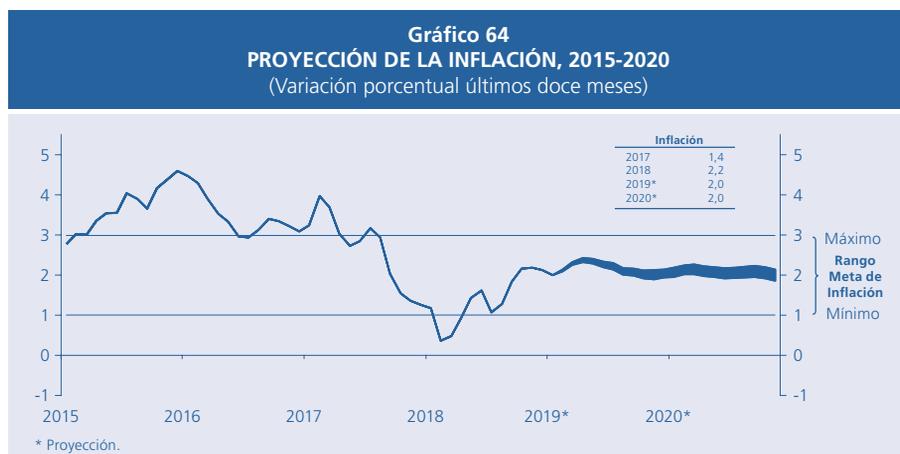


Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron pollo, cebolla, pescado, gasolina y transporte nacional. El precio del pollo se redujo por la menor demanda luego de las fiestas de fin de año y el mayor abastecimiento de sus principales sustitutos (jurel y bonito), mientras que el precio de la cebolla disminuyó por el mayor ingreso estacional de la producción del valle El Cural de Arequipa.

### Proyecciones

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

Se espera que la inflación interanual continúe ubicándose alrededor de 2,0 por ciento entre 2019 y 2020, debido principalmente a una menor inflación importada y a la convergencia de las expectativas de inflación hacia el valor central del rango meta. Se anticipa que por un efecto base la inflación interanual entre abril y mayo se ubicaría transitoriamente más cerca de 2,5 por ciento para luego retornar a 2,0 por ciento a partir del tercer trimestre.



82. Los pronósticos para el horizonte de proyección consideran una brecha del producto negativa que indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda. Se espera un

crecimiento del PBI mayor a su potencial, con lo que la brecha del producto se cerraría hacia 2020.



83. Las expectativas de inflación calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras y a analistas económicos revelan tasas esperadas entre 2,4 y 2,5 por ciento para 2019 y 2,5 por ciento para 2020, manteniéndose alrededor del centro del rango meta. En los últimos meses las expectativas de inflación se han reducido hasta 2,4 por ciento. Se espera que esta tendencia continúe en los próximos meses, al observar los agentes económicos la permanencia de la inflación alrededor de 2,0 por ciento.





**Cuadro 46**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
(En porcentajes)

	RI Mar. 18	RI Jun. 18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Mar.19*
<b>Sistema Financiero</b>					
2019	2,50	2,40	2,50	2,50	2,40
2020				2,50	2,50
<b>Analistas Económicos</b>					
2019	2,50	2,50	2,50	2,50	2,35
2020				2,50	2,50
<b>Empresas No Financieras</b>					
2019	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
2020				2,50	2,50

\* Encuesta realizada al 28 de febrero.

84. Otro determinante de la inflación es su componente importado, el mismo que combina el efecto de precios internacionales de productos que importamos como el petróleo, trigo, soya y maíz, entre otros, con el efecto de la variación del tipo de cambio. Se proyecta que los precios promedio de importación se reduzcan en 1,8 por ciento en 2019, principalmente por menores precios de *commodities* como el petróleo, trigo y soya; y se incrementen en 2,1 por ciento en 2020. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles entre S/ 3,30 y S/ 3,35 por US dólar para el cierre de 2019 y entre S/ 3,33 y S/ 3,38 por US dólar para el fin de 2020.

**Cuadro 47**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO**  
(Soles por US Dólar)

	RI Mar. 18	RI Jun. 18	RI Set.18	RI Dic.18	RI Mar.19*
<b>Sistema Financiero</b>					
2019	3,25	3,27	3,30	3,35	3,30
2020				3,35	3,33
<b>Analistas Económicos</b>					
2019	3,35	3,33	3,35	3,41	3,33
2020				3,44	3,36
<b>Empresas No Financieras</b>					
2019	3,35	3,32	3,33	3,35	3,35
2020				3,40	3,38

\* Encuesta realizada el 28 de febrero.

### Balance de riesgos de inflación

85. El balance de riesgos inflacionarios o deflacionarios de este Reporte presenta un sesgo neutral debido a que el impacto esperado de una posible mayor inflación importada sería compensado por una posible menor inflación por un crecimiento económico inferior.

- **Choques de demanda externa**

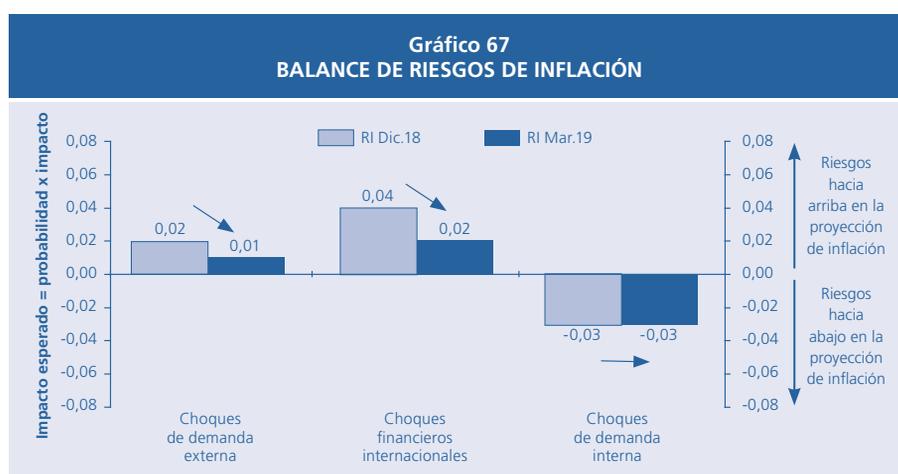
En lo que va del presente año, el avance en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China ha influido en la ligera recuperación de los precios de las materias primas y en el mayor flujo de capitales hacia las economías emergentes por parte de inversionistas institucionales en busca de mayores retornos, con la consecuente depreciación del dólar. Con ello, se revisa a la baja el impacto esperado de este escenario de riesgo de inflación con respecto al Reporte de Inflación anterior.

- **Choques financieros internacionales**

El impacto esperado de este escenario respecto al Reporte de Inflación anterior se reduce debido a un menor fortalecimiento del dólar por una menor expectativa de incremento de tasa de interés por parte de la Fed.

- **Choques de demanda interna**

El crecimiento del PBI podría ser menor que el proyectado en el escenario central si la inversión -pública y privada- creciera por debajo de lo esperado, lo que podría ser exacerbado por un crecimiento menor que el esperado de los sectores primarios. Ello supondría una brecha producto más negativa para el horizonte de proyección, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base.



Las proyecciones muestran una alta probabilidad de que la inflación esté en el rango meta en el horizonte de proyección. La probabilidad de que la inflación en 2019 se





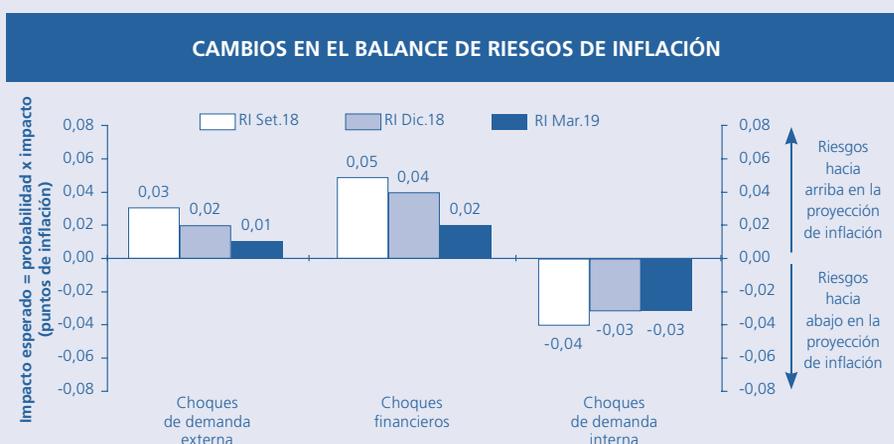
ubique por encima del límite superior del rango meta es 11 por ciento y por debajo del límite inferior es también 11 por ciento. Lo anterior refleja el sesgo neutral de la proyección de inflación.



### Recuadro 6 MEDICIÓN DEL SESGO EN LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN

Este recuadro discute el rol del balance de riesgos en la proyección de inflación como instrumento de comunicación de la política monetaria. La proyección de la inflación juega un rol importante en las decisiones de la tasa de interés de referencia de política monetaria. Las proyecciones de inflación se realizan teniendo en cuenta la evolución esperada de distintas variables macroeconómicas, tanto endógenas (brecha del producto, tipo de cambio, entre otros) como exógenas (crecimiento de socios comerciales, términos de intercambio, tasa de la Fed, entre otros). Estas proyecciones se realizan mediante la elaboración de un escenario central y se evalúan escenarios de riesgo para capturar la incertidumbre en la misma. Estos escenarios pueden generar sesgos en la inflación proyectada: por ejemplo, si en los escenarios de riesgo es más probable que la inflación se encuentre por encima del escenario central que por debajo de este, entonces la proyección tiene un sesgo al alza, y viceversa.

De esta manera, aun cuando el escenario más probable para la inflación no cambie, la nueva información podría señalar que la probabilidad de desvíos respecto a esta proyección sí lo ha hecho, información que puede ser útil en la comunicación de la política monetaria. Así, por ejemplo, cuando la probabilidad que la inflación se desvíe por debajo del nivel meta de inflación se incrementa, el banco central puede mantener una política monetaria expansiva por más tiempo o reducir el ritmo de reversión del estímulo monetario. Con ello, de materializarse los riesgos más probables, éstos tendrían un menor impacto en la inflación. De no materializarse, sin embargo, podrían generar un desvío de la inflación en el sentido opuesto, pero este escenario sería el de menor probabilidad de ocurrencia.



El sesgo en la proyección de inflación en el último semestre ha cambiado, de sesgo al alza en los Reportes de Inflación (RI) de Setiembre de 2018 y Diciembre de 2018 a sesgo neutral en el

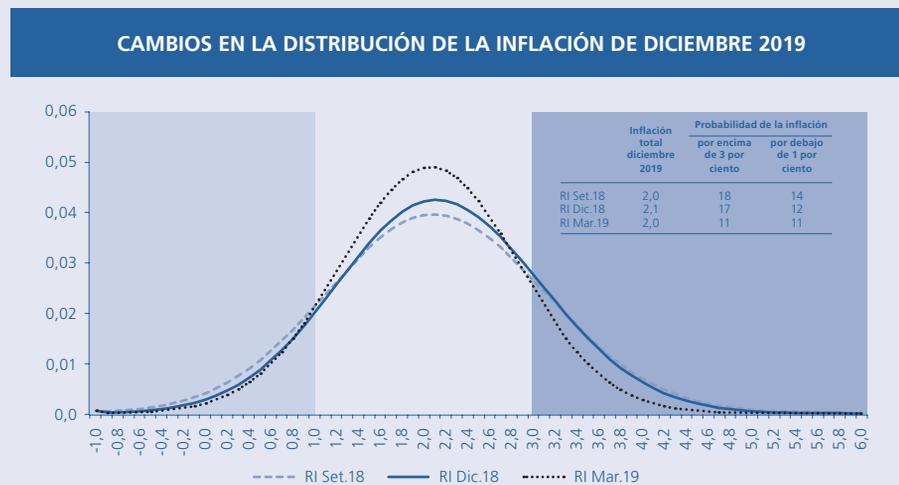




RI de Marzo de 2019, en la medida que los riesgos asociados a choques de demanda externa se han materializado parcialmente y los riesgos asociados a choques financieros se han disipado. Asimismo, la proyección de inflación se revisa de 2,1 por ciento a 2,0 por ciento para diciembre de 2019. El diseño del balance de riesgos contempla varios escenarios referenciales y el efecto neto del impacto esperado, donde el impacto esperado se define como la desviación de la proyección ponderada por el peso del escenario de riesgo.

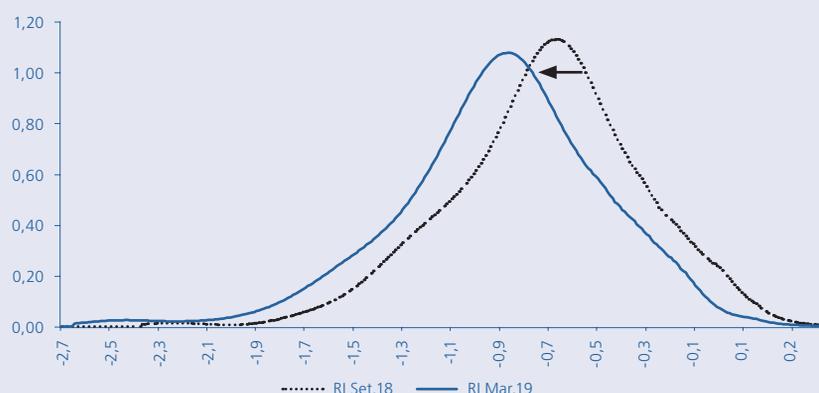
$$\text{Impacto esperado} = \text{probabilidad} \times \text{impacto (puntos de inflación)}$$

Los cambios en el sesgo de la proyección están asociados a la variación que ha tenido la función de distribución de probabilidad de la inflación para diciembre de 2019 (ver siguiente gráfico). En esta distribución la moda corresponde al escenario central de proyección y los escenarios de riesgo generan la dispersión de la misma. Así, cuando la incertidumbre es menor la distribución se concentra alrededor de la proyección central de la inflación. La revisión a la baja del sesgo de inflación se visualiza como una contracción del lado derecho de la distribución. De esta forma, entre el RI de Setiembre de 2018 y Marzo de 2019 se reduce la probabilidad de que la inflación se encuentre por encima de 3 por ciento (de 18 a 11 por ciento).



Estos cambios en el balance de riesgos se pueden observar también en la proyección de la brecha del producto. Cabe mencionar que en el caso de la brecha del producto, al ser una variable no observable que requiere ser estimada, es necesario considerar también la incertidumbre proveniente de las distintas metodologías de estimación utilizadas. Se muestra un desplazamiento a la izquierda de la distribución de la brecha del producto para el primer trimestre de 2019 de la estimación para el RI de Marzo de 2019 respecto a la estimación del RI de Setiembre de 2018. Este resultado implica un sesgo a la baja en el punto inicial de la proyección de la brecha del producto, lo cual se refleja también en un sesgo neutral de la proyección de inflación.

**CAMBIOS EN LA DISTRIBUCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2019**



Los principales cambios de los factores exógenos considerados en los escenarios de riesgo corresponden al escenario internacional. Así, en el último semestre se ha observado la materialización parcial de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, una reducción de términos de intercambio y una menor tasa de crecimiento mundial esperada para 2019 (en el escenario de choques de demanda externa). Adicionalmente, se ha registrado una revisión en la posición de política monetaria de la Fed tanto para 2019 y 2020 (en el escenario de choques financieros). Por último, se ha advertido una mayor posibilidad de menor crecimiento de inversión pública y privada (en los choques de demanda interna).

**PRINCIPALES SUPUESTOS EXÓGENOS SOBRE EL ENTORNO MACROECONÓMICO 2019**

	RI Set.18	RI Dic.18	RI Mar.19
Inversión Pública (var. % anual)	2,8%	2,8%	<b>1,0%</b>
Externos			
PBI Socios Comerciales (var. % anual)	3,6%	3,5%	<b>3,4%</b>
Términos de intercambio (var. % anual)	-2,9%	-0,7%	<b>1,3%</b>
Cobre (ctv US\$ por libra)	275	280	<b>286</b>
Tasa de interés (FED), fin de periodo	3,25%	3,00%	<b>2,50%</b>

Esta revisión a la baja (de positivo a neutral) en el sesgo de la proyección de inflación resulta consistente con la comunicación reciente del Directorio, que ha enfatizado que considera necesario se mantenga la posición de estímulo monetario en tanto las expectativas de inflación se mantengan ancladas en un contexto en el que la actividad económica se encuentra por debajo de su potencial.



**BANCO DE RESERVA DEL PERU**  
**PAGARÁ AL PORTADOR**

Nº

Nº

020431

020431

SERIE  
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

DE 1922.

**UNA LIBRA PERUANA DE ORO**  
— DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY Nº 4300 —

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

*[Handwritten signatures and names]*  
C. Y. Romero