



Síntesis

Reporte de Inflación

Junio 2020

La pandemia del COVID-19 ha modificado significativamente el panorama económico global y nacional. Las primeras manifestaciones en nuestra economía fueron a través de la caída de precios de *commodities* y la interrupción de las cadenas globales de valor por el impacto del COVID-19 en China a comienzos de año. La rápida expansión del virus al resto del mundo y las medidas de aislamiento social han ocasionado una contracción severa y abrupta sin precedentes de la **actividad económica global**. A partir de mediados de año, bajo un escenario de control de la expansión del COVID-19, se prevé el inicio de una recuperación como consecuencia de la reapertura de las economías y de los estímulos monetarios y fiscales implementados. Bajo este escenario, se estima que el PBI mundial se contraiga 5,5 por ciento en 2020, principalmente en el primer semestre, y se recupere 5,5 por ciento en 2021.

El deterioro de la economía mundial y la mayor aversión al riesgo por la alta incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia han generado una reducción significativa de los precios de los *commodities*, con la cotización del petróleo ubicándose en abril en niveles mínimos históricos. Esta evolución implicará una reducción de los precios de exportación e importación (4,0 y 6,0 por ciento respectivamente) y que los **términos de intercambio** registren un incremento de 2,2 por ciento en 2020 por efecto de los menores precios de petróleo. Este escenario considera que, hacia finales del horizonte de proyección, los niveles de precios se mantendrán por debajo de los observados antes de la crisis del COVID-19.

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2020 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno, y a mayo de 2020 de las operaciones del Sector Público No Financiero, de inflación, mercados financieros, tipo de cambio y cuentas monetarias.

ECONOMÍA MUNDIAL: 2012-2021

(Promedio 2014-2018: 3,6)



* Proyección.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.

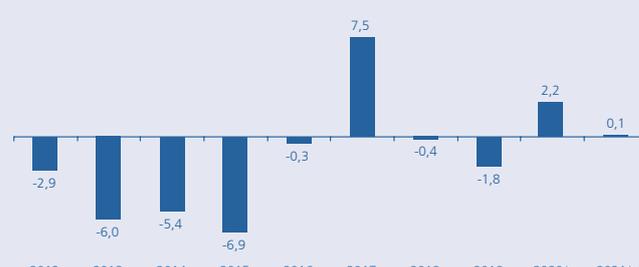
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2019-2021

	2019	2020*		2021*		
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	-1,8	1,9	0,0	2,2	-0,9	0,1
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	-3,4	-0,8	0,7	-4,0	0,2	2,1
Cobre (ctv US\$ por libra)	273	256	277	253	280	262
Zinc (ctv US\$ por libra)	116	96	103	91	103	91
Plomo (ctv US\$ por libra)	91	84	88	77	88	76
Oro (US\$ por onza)	1 392	1 583	1 480	1 667	1 480	1 690
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	-1,7	-2,6	0,7	-6,0	1,1	2,0
Petróleo (US\$ por barril)	57	46	56	35	53	37
Trigo (US\$ por TM)	168	204	165	176	181	185
Maíz (US\$ por TM)	145	141	150	130	159	139

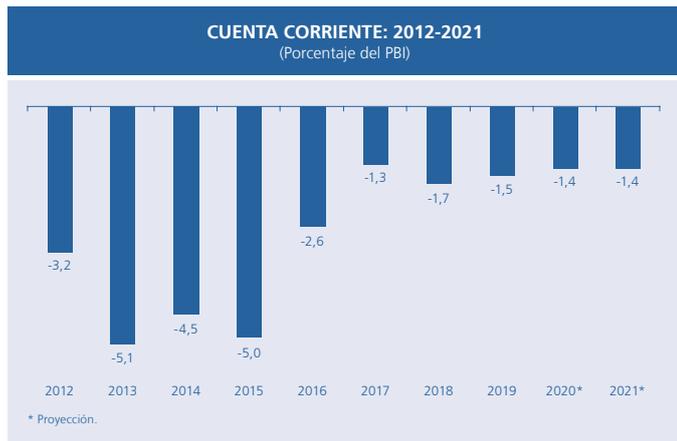
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2021

(Variación porcentual promedio anual)



* Proyección.

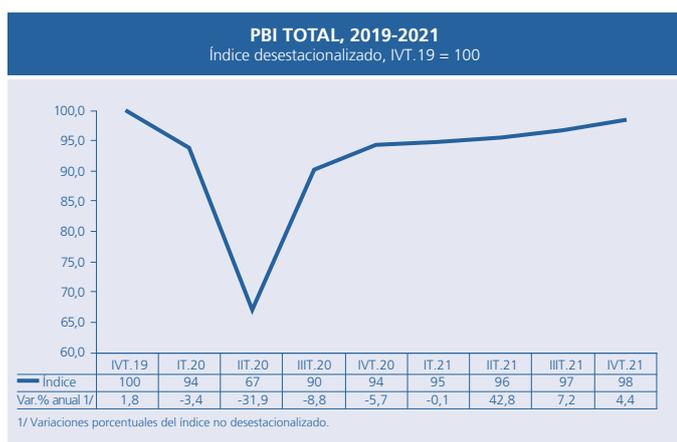
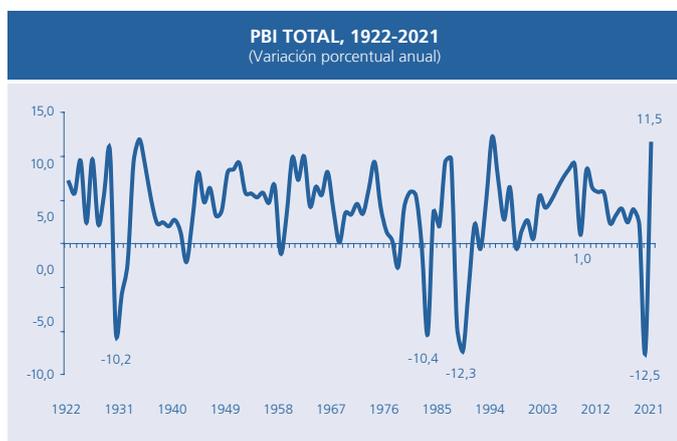


PBI POR SECTORES ECONÓMICOS

(Variaciones porcentuales reales)

	Prom. 2014-2018	2019	2020*		2021*		
			I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
PBI primario	4,0	-1,3	-2,8	4,7	-5,5	3,7	8,0
Agropecuaria	3,6	3,2	2,9	4,0	1,3	3,6	3,6
Pesca	3,0	-25,9	-15,3	23,0	9,5	-3,9	8,5
Minería metálica	7,1	-0,8	-6,3	3,6	-10,2	5,5	10,7
Hidrocarburos	-3,2	4,6	0,2	0,9	-14,4	0,2	6,9
Manufactura	0,9	-8,8	-0,8	9,3	2,1	0,9	7,7
PBI no primario	3,0	3,2	-3,5	3,6	-14,5	3,8	12,6
Manufactura	-0,6	1,2	-12,3	2,7	-23,8	3,5	16,9
Electricidad y agua	4,7	3,9	-2,1	4,0	-7,9	4,5	12,6
Construcción	0,0	1,5	-13,0	5,3	-25,4	5,1	23,2
Comercio	2,7	3,0	-6,2	3,5	-23,6	3,7	17,4
Servicios	4,2	3,8	-0,5	3,6	-9,9	3,7	10,1
Producto Bruto Interno	3,2	2,2	-3,4	3,8	-12,5	3,8	11,5

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



El **déficit en cuenta corriente** de la balanza de pagos de 2020 y 2021 (1,4 por ciento del PBI en ambos años) mantendrían niveles históricamente bajos y similares a los años previos. En 2020 resaltaría la reducción de las exportaciones de bienes y servicios, y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera, como resultado de la contracción de la producción local y la demanda externa, de los menores precios de los metales básicos y del cierre de las fronteras. Las menores importaciones (18,4 por ciento) reflejarían la caída significativa de la demanda interna (11,9 por ciento) y los menores precios de importación (6,0 por ciento). Por el contrario, en 2021 se prevé una recuperación de las exportaciones e importaciones de bienes y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera, en una coyuntura de reactivación del PBI mundial y local.

Desde mediados de marzo, para la contención de la pandemia se adoptaron medidas (entre las más estrictas en el mundo), para ganar tiempo para desarrollar una base sanitaria que permitiera soportar los estragos de los contagios de esta enfermedad, medidas que han afectado a la actividad productiva y el empleo en todo nuestro país. El **PBI** del primer trimestre se redujo 3,4 por ciento, con interrupciones en la producción de todos los sectores y con una contracción del gasto privado y de las exportaciones.

La extensión del aislamiento social en el segundo trimestre, con un enfoque de reapertura gradual y sectorial de las actividades económicas desde mayo para enfrentar la pandemia, conllevaría una significativa contracción de la actividad de **12,5 por ciento** para el presente año. Los efectos económicos de la paralización de las actividades empresariales y laborales se vienen reflejando en menores ingresos de los hogares, pérdidas de empleos y el deterioro de las expectativas de consumo e inversión en lo que va del año. Bajo un escenario de reapertura eficiente de la economía con controles sanitarios adecuados, se prevé un crecimiento del PBI de 11,5 por ciento en 2021, recuperando así su nivel previo a la crisis (cuarto trimestre de 2019) en el primer trimestre de 2022. Estas proyecciones suponen un escenario de preservación de la estabilidad macroeconómica y

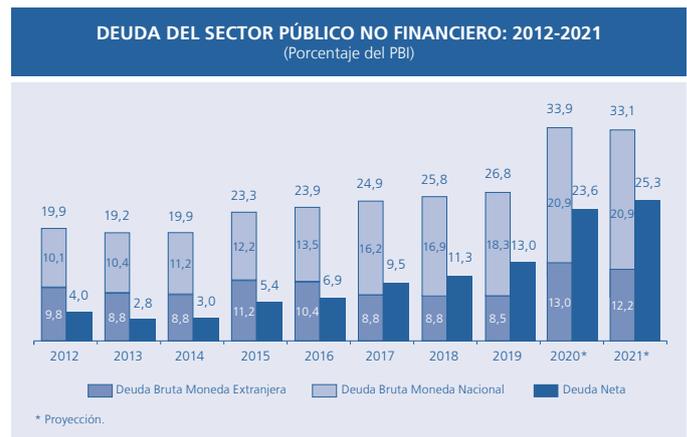
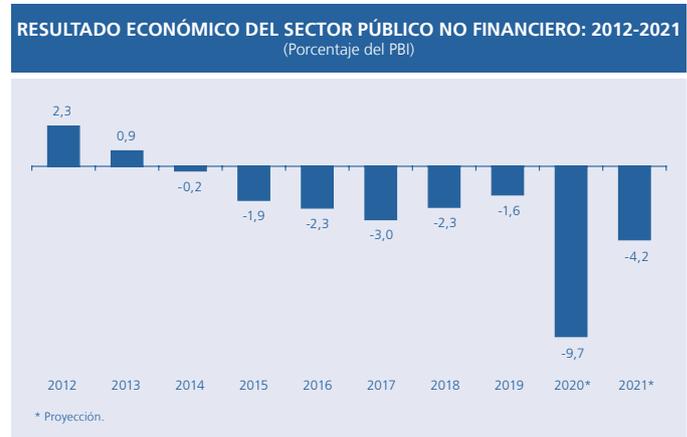
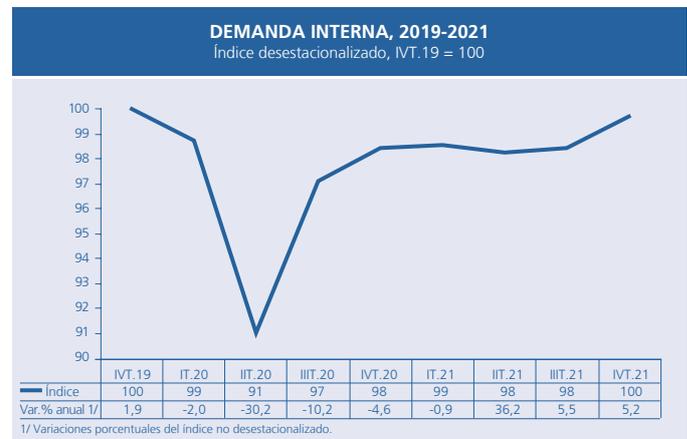
financiera, y reformas orientadas a lograr un adecuado ambiente de negocios que promueva la creación de empleo y la inversión.

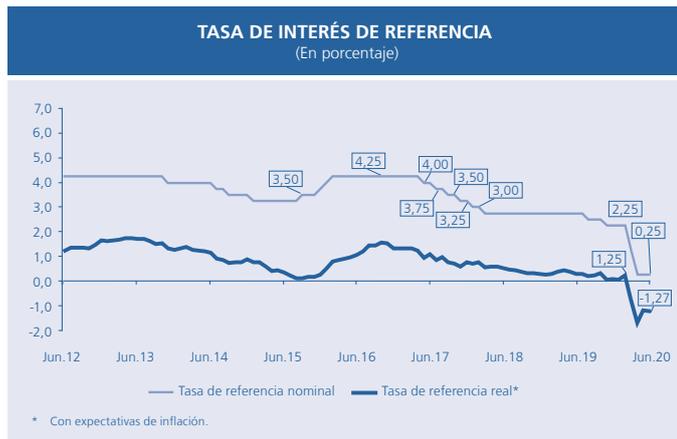
Por el lado de la oferta, la recuperación dependerá de la rápida implementación de un plan adecuado de reanudación de las actividades y de la adaptación de las empresas al nuevo entorno de negocios, sobre todo de los sectores más afectados por las medidas de contención, los no primarios. En simultáneo, la demanda interna acompañaría a la reapertura de la economía con la recuperación parcial de la capacidad de gasto de los ciudadanos, la progresiva recuperación de la confianza del consumidor y de las empresas, apoyada por los estímulos fiscal y monetario extraordinarios.

El fisco hizo uso de su amplio espacio fiscal para atenuar los menores ingresos de las empresas (vía postergación de pago de impuestos y fraccionamiento tributario) y familias (mediante transferencias monetarias) que se fueron ampliando en la medida que se extendió el periodo de aislamiento social, además del mayor gasto asociado a atender la emergencia sanitaria y el estado de emergencia nacional. Como resultado de las medidas de estímulo fiscal y la menor actividad económica, se proyecta un **déficit fiscal** de 9,7 por ciento del PBI para 2020, por el mayor gasto no financiero (25,2 por ciento del producto), principalmente corriente, y por los menores ingresos (17,5 por ciento del producto).

La magnitud de las medidas fiscales expansivas implementadas para enfrentar la pandemia ha sido posible debido al bajo nivel de deuda pública antes de la pandemia (26,8 por ciento). Para 2021, se estima que el déficit fiscal se reduciría a 4,2 por ciento del producto, nivel que reflejaría el menor gasto corriente y la recuperación de los ingresos, consecuente con la recuperación esperada de la actividad y de los precios de los *commodities*. En los siguientes años continuaría el proceso de consolidación fiscal con una trayectoria decreciente de la deuda pública desde 33,9 por ciento proyectado para este año a 33,1 por ciento en 2021, hasta ubicarse nuevamente por debajo de 30 por ciento en el mediano plazo.

DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)						
	2019	2020*			2021*	
		I Trím.	Ri Dic.19	Ri Jun.20	Ri Dic.19	Ri Jun.20
Demanda interna	2,3	-2,0	3,7	-11,9	3,8	9,9
Consumo privado	3,0	-1,7	3,5	-9,4	3,7	9,0
Consumo público	2,1	6,0	2,5	4,3	2,5	2,5
Inversión privada	4,0	-16,9	3,8	-30,0	4,0	20,0
Inversión pública	-1,4	15,8	6,0	-8,5	4,0	9,0
Var. de inventarios (contribución)	-0,5	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	0,8	-11,1	4,5	-18,9	4,8	14,1
Importaciones	1,2	-6,5	4,0	-16,9	4,8	7,5
Producto Bruto Interno	2,2	-3,4	3,8	-12,5	3,8	11,5
Nota:						
Gasto público	1,0	8,0	3,5	0,7	3,0	4,2
Demanda interna sin inventarios	2,9	-3,4	3,6	-11,7	3,7	9,8
* Proyección. Ri: Reporte de Inflación.						





1 REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

- Reducción de la tasa de interés de referencia entre marzo y abril, de 2,25 a 0,25 por ciento, su mínimo histórico.
- Guía Futura: El Directorio del BCRP ha enfatizado que considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un periodo prolongado y que se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.

2 FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE

- Reducción de la tasa de encaje en soles de 5% a 4% y de la tasa de encaje para obligaciones en dólares con plazos menores a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50% a 9%.
- Reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de los bancos en el BCRP de 1,0% a 0,75%.
- Suspensión del requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en dólares.

3 PROVISIÓN DE LIQUIDEZ AL SISTEMA FINANCIERO

- Plazos de 6 meses a 3 años para repos de valores y monedas.
- Flexibilización de la operación de repo de cartera alternativo (incluye factoring, entidades con calificación hasta B+, reducción a S/ 300 000 el monto mínimo de garantía).
- Flexibilización de facilidad de ventanilla (eliminación de límite de operaciones).
- Nuevas facilidades de liquidez: (i) operaciones de reporte de créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Reactiva Perú); (ii) operaciones de reporte condicionadas a la refinanciación de cartera de créditos y (iii) Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la cartera crediticia de las empresas del sistema financiero.

4 REDUCCIÓN DE LA VOLATILIDAD EN TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y DEL TIPO DE CAMBIO

- Intervención cambiaria principalmente mediante derivados (saldo máximo alcanzado de swaps cambiarios en modo venta desde el inicio del estado de emergencia: US\$ 2 279,1 millones el día 15 de abril).
- Ampliación de los límites para el encaje adicional en soles asociado a las ventas de instrumentos derivados cambiarios de los bancos.
- BCRP puede hacer con AFP repos de valores con bonos soberanos y compra directa de moneda extranjera.

CRÉDITOS REACTIVA PERÚ POR TAMAÑO DE EMPRESA 1/

	Monto (Millones de S/)	Nº de empresas (Unidades)	Participación del Nº de empresas (%)
Corporativo y Gran empresa	12 625	2 457	3,4
Mediana empresa	7 593	18 861	26,4
Pequeña y Microempresas	4 529	50 235	70,2
Total	24 748	71 553	100,0

1/ Elaborado con la información de MEF al 29 de mayo de 2020. Para la clasificación del tamaño de empresa se utiliza la definición de la SBS de acuerdo al Reporte Crediticio Consolidado (RCC). Para las empresas que no figuran en el RCC se utiliza la clasificación en función del monto de la deuda Reactiva Perú.
 Nota: Los criterios para clasificar los créditos a empresas por segmento de crédito de acuerdo a la SBS es la siguiente:
Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.
Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.
Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.
Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.
Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.

Con el inicio del periodo de aislamiento social, el BCRP disminuyó la tasa de interés de referencia de **política monetaria** en 100 puntos básicos en marzo a 1,25 por ciento (tasa hasta entonces solo alcanzada en 2009 durante la crisis financiera internacional), y luego, con la primera ampliación de la cuarentena, disminuyó en abril dicha tasa a un nivel mínimo histórico de 0,25 por ciento. Este nivel casi nulo de la tasa de política monetaria respondió a la magnitud extraordinaria de la contracción de la actividad económica y fue factible realizarlo por la alta credibilidad de la política monetaria, siendo dicha tasa la más baja de las economías emergentes en el momento de su implementación.

Esta posición expansiva fue reforzada por un conjunto de acciones orientadas a mantener el flujo de crédito y la cadena de pagos. Para ello, se viene otorgando amplia liquidez en el sistema financiero mediante la reducción de los requerimientos de encaje en soles y dólares (equivalente a S/ 2 mil millones); ampliación del monto y plazo hasta por 3 años de las operaciones de repo de valores y monedas, con un saldo de S/ 25,2 mil millones al cierre de mayo; y realización de operaciones de repo de cartera por primera vez, con un saldo de S/ 260 millones al cierre de mayo. Estas acciones fueron complementadas, desde fines de abril, con operaciones de repo de cartera con garantía estatal dirigidas a la reposición del capital de trabajo de las empresas por un monto máximo inicial de S/ 30 mil millones que después se duplicó con la extensión del aislamiento social. El esquema de garantía escalonada de acuerdo al tamaño de las ventas de la empresa y el esquema de subasta, llevada a cabo por el banco central en base a la menor tasa de interés ofrecida para la empresa, permitió obtener, para los créditos del programa denominado Reactiva Perú, una tasa de interés históricamente baja de 1,1 por ciento hasta el 11 de junio. Cabe señalar que, al 29 de mayo, 50 235 micro y pequeñas empresas (MYPES) han recibido préstamos de Reactiva Perú, equivalente al 70 por ciento del total de empresas beneficiadas. A su vez, el monto de créditos de las MYPES es proporcional al porcentaje de sus ventas, demostrando que el programa tiene un carácter promotor de este sector.

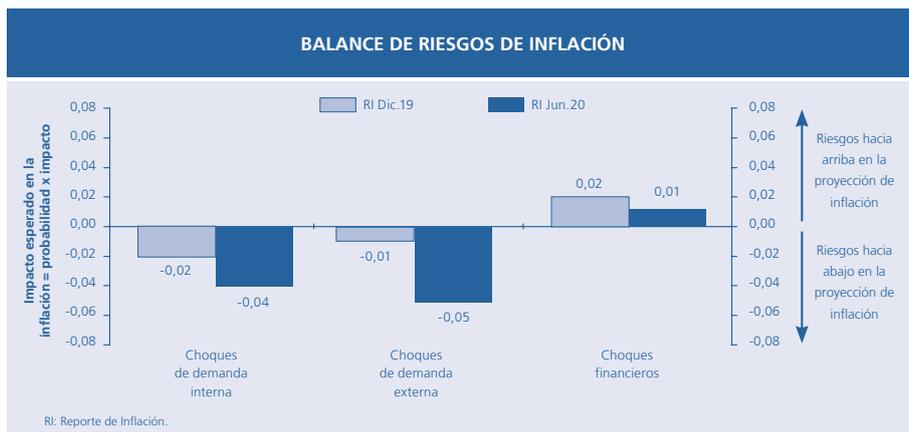
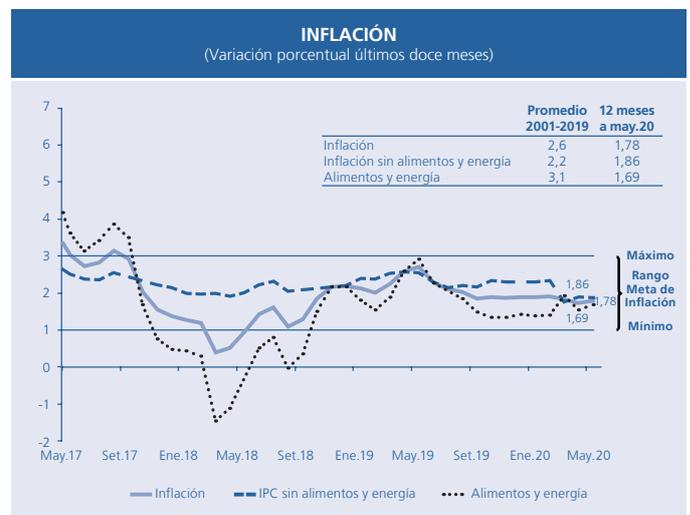
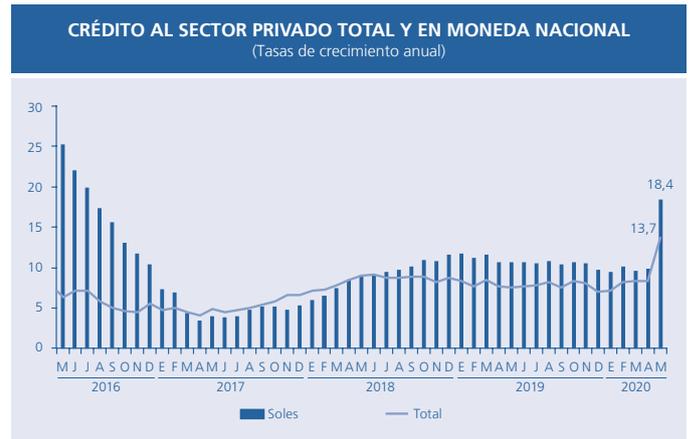
En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 13,7 por ciento interanual en

mayo, principalmente por el incremento del crédito a las empresas, que creció 19,2 por ciento, en el contexto de la ejecución de la primera fase de Reactiva Perú. Para el horizonte de proyección, el crédito al sector privado como porcentaje del PBI se incrementaría de 43 por ciento en 2019 a 50 por ciento en 2021. Esta proyección considera la implementación del programa Reactiva Perú, mediante el cual se otorgan garantías hasta por S/60 000 millones a créditos para la reactivación económica del país y también un efecto sustitución por menor fondeo del exterior y del mercado de capitales local.

La **inflación** interanual se ha mantenido desde setiembre de 2019 ligeramente por debajo del centro del rango meta, ubicándose en mayo en 1,8 por ciento anual. Las expectativas de inflación a 12 meses descendieron en abril a 1,5 por ciento (2,0 por ciento en marzo) en un contexto de debilitamiento significativo de la demanda interna generado por la crisis del COVID-19. El efecto de esta reducción de la demanda y la menor inflación importada (por combustibles, por ejemplo) conllevaría una tasa de inflación nula para este año, que se revertiría parcialmente el próximo año con una tasa de 0,5 por ciento y convergería al rango meta en 2022.

Balance de riesgos

El balance de los **factores de riesgo de inflación** tiene un sesgo a la baja considerando la posibilidad de una recuperación más lenta de la demanda interna o de la demanda global por efectos del COVID-19. El escenario macroeconómico asume que la expansión de la pandemia se controla en el segundo semestre y la economía nacional y global va retornando a su normalidad aunque con cambios en los patrones de consumo. Sin embargo, hasta que la pandemia no haya sido controlada, permanece el riesgo de un rebrote que pudiera afectar a la baja nuevamente a la demanda agregada y la inflación importada, y por esta vía, a la inflación.



RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2018	2019	2020 ^{1/}		2021 ^{1/}	
			RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Var. % real						
1. Producto bruto interno	4,0	2,2	3,8	-12,5	3,8	11,5
2. Demanda interna	4,2	2,3	3,7	-11,9	3,8	9,9
a. Consumo privado	3,8	3,0	3,5	-9,4	3,7	9,0
b. Consumo público	0,1	2,1	2,5	4,3	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	4,5	4,0	3,8	-30,0	4,0	20,0
d. Inversión pública	5,6	-1,4	6,0	-8,5	4,0	9,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	2,4	0,8	4,5	-18,9	4,8	14,1
4. Importaciones de bienes y servicios	3,2	1,2	4,0	-16,9	4,8	7,5
5. Crecimiento del PBI mundial	3,6	2,9	3,2	-5,5	3,4	5,5
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	0,4	-0,6	-1,3 ; -0,4	-20 ; -10	-0,9 ; 0,0	-13,0 ; -3,0
Var. %						
6. Inflación	2,2	1,9	2,0	0,0	2,0	0,5
7. Inflación esperada ^{3/}	2,1	2,3	2,2	1,3	2,4	1,9
8. Depreciación esperada ^{3/}	3,6	-0,3	0,1	1,3	-0,4	-0,4
9. Términos de intercambio	-0,4	-1,8	0,0	2,2	-0,9	0,1
a. Precios de exportación	6,3	-3,4	0,7	-4,0	0,2	2,1
b. Precios de importación	6,7	-1,7	0,7	-6,0	1,1	2,0
Var. %						
10. Circulante	7,9	4,6	6,0	12,0	6,0	4,0
11. Crédito al sector privado	8,7	6,9	8,5	15,0	8,5	0,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,4	22,6	22,5	19,2	22,7	20,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,7	-1,5	-1,6	-1,4	-1,6	-1,4
14. Balanza comercial	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8	3,7
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	0,4	2,4	1,1	0,4	1,3	0,2
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,3	19,7	20,0	17,5	19,9	19,5
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,2	20,1	20,3	25,2	20,3	22,3
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,3	-1,6	-1,7	-9,7	-1,6	-4,2
19. Saldo de deuda pública total	25,8	26,8	27,3	33,9	27,3	33,1
20. Saldo de deuda pública neta	11,3	13,0	13,7	23,6	14,6	25,3

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. Para 2018 y 2019 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

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