



REPORTE DE INFLACIÓN

Marzo 2021

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2021-2022**

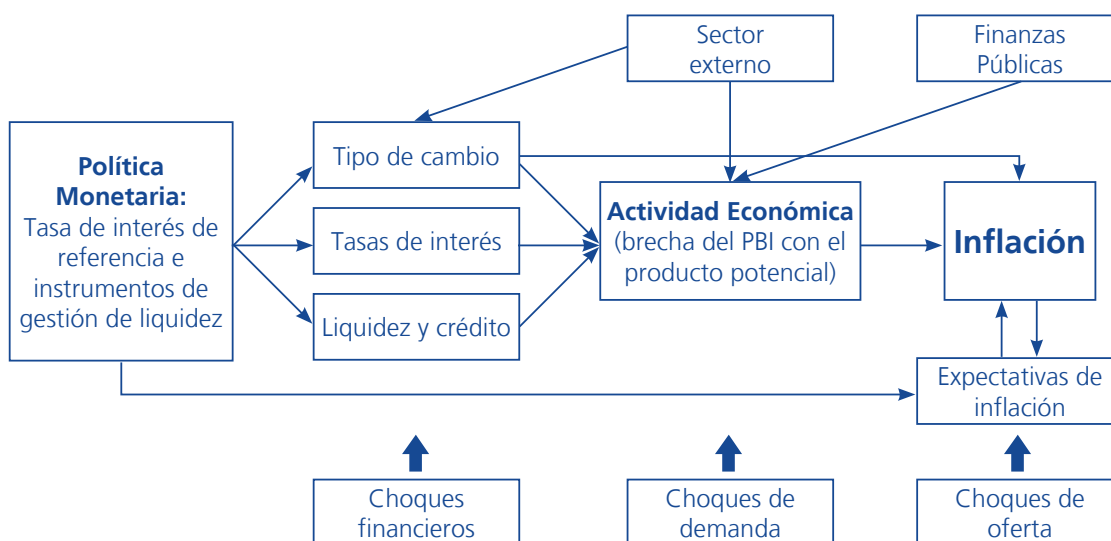


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2022

Marzo 2021



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN: **Panorama actual y** **proyecciones macroeconómicas 2021-2022**

Marzo 2021

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global	11
- Perspectivas de la actividad económica global	20
- Mercados financieros internacionales	23
II. Balanza de pagos	36
- Cuenta corriente.....	36
- Términos de intercambio.....	40
- Financiamiento externo	42
III. Actividad económica	46
- PBI sectorial	46
- PBI gasto.....	55
IV. Finanzas públicas.....	85
- Ingresos corrientes	88
- Gastos no financieros.....	89
- Postura fiscal.....	90
- Financiamiento y deuda	91
V. Política monetaria y condiciones financieras	96
- Acciones de política monetaria.....	96
- Mercado cambiario	114
- Liquidez	121
- Crédito al sector privado	125
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	148
- Evolución reciente de la inflación	148
- Proyecciones	152
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	154

RECUADROS

1. Construcción residencial y el mercado inmobiliario	70
2. COVID-19 en Perú y el mundo: nuevas medidas focalizadas	74
3. Semáforos epidemiológicos regionales: Número de reproducción R y flujo de muertes.....	82
4. Nuevos programas de créditos sobre apoyo a empresas mediante créditos garantizados en la nueva etapa del COVID-19 y facilidades de liquidez de los bancos centrales	132
5. Intervención cambiaria y tipo de cambio real	140
6. El mandato del Banco Central	143

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2020 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a febrero de 2021 de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio, y a enero de 2021 del PBI mensual, la balanza comercial y las cuentas monetarias.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde el año 2003 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de 2020 se realizaron modificaciones a la tasa de referencia fuera de este calendario ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retomar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- En el caso excepcional de la crisis económica por el COVID-19, la tasa de referencia se ubica en niveles cercanos a cero y se ha ampliado significativamente el uso de operaciones de repo con distintos tipos de colaterales y a mayores plazos.





- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 11 de marzo de 2021.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 18 de junio de 2021.

Resumen

- i. El avance de la vacunación a nivel global y el impacto contenido del virus, a pesar de las nuevas variantes, impulsarían una recuperación del **crecimiento mundial**, con una revisión al alza de 5,4 a 5,8 por ciento para 2021 y una proyección de 4,0 por ciento para 2022. Ello favorecerá el panorama de la demanda externa en el horizonte de proyección.
- ii. Los avances en torno a la vacuna contra el COVID-19, las perspectivas de recuperación económica, en particular de China y Estados Unidos, y las expectativas de una mayor demanda ante anuncios de mayor gasto en infraestructura han implicado un aumento en los precios de los *commodities*. La cotización del cobre ha alcanzado máximos desde 2011. Por ello, se revisa al alza los **términos de intercambio**, con un incremento de 6,4 por ciento en este año y 2,2 por ciento en 2022.
- iii. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un superávit de 0,5 por ciento del PBI en 2020, debido al impacto de la contracción de la actividad local en las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera en el país, el efecto de la débil demanda interna sobre las importaciones y el impacto positivo de los términos de intercambio sobre las exportaciones. Se espera que la cuenta corriente registre un resultado nulo en 2021 y positivo en 0,1 por ciento del producto en 2022, apoyado en el resultado positivo de la balanza comercial.
- iv. La **actividad económica** se contrajo 11,1 por ciento en 2020, luego de 21 años consecutivos de crecimiento, debido a las estrictas medidas sanitarias para contener la expansión de los contagios por COVID-19 en el primer semestre. Así, la primera mitad del año estuvo marcada por la interrupción de actividades consideradas no esenciales y la inmovilización social obligatoria. No obstante, la flexibilización de las medidas sanitarias, junto a la progresiva reanudación de actividades y los estímulos fiscales y monetarios, contribuyeron a una recuperación mayor a la esperada durante el cuarto trimestre. La magnitud de la tasa de contracción del PBI registrada en 2020 no se observaba desde 1989 (-12,3 por ciento).

Se proyecta un crecimiento del PBI de 10,7 por ciento en 2021 en un contexto de vacunación masiva de la población, estabilidad política y social, mantenimiento de los impulsos monetarios y fiscales y normalización de la demanda externa. La revisión a la baja respecto al Reporte previo (11,5 por ciento) incorpora el efecto de la segunda ola de contagios por COVID-19 y las nuevas medidas focalizadas para frenarla.

La recuperación de la economía continuaría en el horizonte de proyección, con un crecimiento de 4,5 por ciento en 2022, asociado a la normalización de los hábitos de gasto y recuperación del sector servicios tras la vacunación masiva de la población. Esto, en un entorno favorable de condiciones económicas y financieras, impulsaría





el empleo y la demanda interna. Con ello, la actividad económica alcanzaría los niveles previos a la pandemia en el primer semestre de 2022.

- v. Desde la publicación del último Reporte, el fisco ha ampliado las medidas de gasto para hacer frente a la segunda ola del COVID-19. Como reflejo del mayor gasto no financiero, el **déficit fiscal** pasó de 7,6 a 9,1 por ciento del PBI entre noviembre de 2020 y febrero de 2021. Respecto a lo contemplado en diciembre, se mantiene la proyección del déficit fiscal para 2021 de 4,4 por ciento del PBI, debido a que los mayores gastos para enfrentar la segunda ola de contagios serían compensados con ingresos corrientes más altos, producto del ciclo alcista en los precios de minerales. Para 2022, se reduce la proyección del déficit de 3,0 a 2,8 por ciento del PBI por mayores ingresos proyectados, sustentados en la mejora de los precios internacionales de los metales y la mayor recuperación de la actividad económica en 2022.
- vi. El BCRP mantiene desde abril de 2020 una **tasa de interés de referencia** mínima histórica de 0,25 por ciento, equivalente en marzo de 2021 a una tasa real negativa de 1,86 por ciento. Dada la magnitud del choque asociado a la pandemia, el impulso monetario se ha ampliado mediante otros instrumentos de política monetaria.

Recientemente, se ha incorporado como parte de sus instrumentos monetarios las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo, con el objetivo de potenciar la transmisión de su política monetaria hacia las tasas de interés de largo plazo.

Asimismo, se continuó realizando las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. Consistente con ello, el saldo de operaciones de inyección de liquidez mediante repos se incrementó de S/ 61,5 mil millones al cierre de noviembre a S/ 62,9 mil millones al 17 de marzo. Este saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez es 8 veces superior al máximo saldo de estas operaciones registrado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 2 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** tuvo un comportamiento claramente contracíclico, contrarrestando de esta manera los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica y facilitando con ello su recuperación. Es así que la tasa de crecimiento interanual del crédito se aceleró de 6,9 por ciento en 2019 a 11,6 por ciento en enero de 2021, lo que fue impulsado principalmente por los préstamos asociados al programa Reactiva Perú otorgados entre mayo y diciembre del año pasado. Tomando en cuenta la significativa expansión crediticia en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva, se proyecta un crecimiento del crédito más moderado, de 3,0 por ciento en 2021 y 2022. Con ello, el ratio de crédito al sector

privado respecto al PBI se incrementaría de 43 por ciento en 2019 por ciento a 45 por ciento en 2022.

- viii. La **inflación** interanual aumentó de 2,14 por ciento en noviembre a 2,40 por ciento en febrero, impulsada por factores de oferta de algunos alimentos, el aumento del tipo de cambio, y el mayor precio de los combustibles. En este contexto, las expectativas de inflación a 12 meses se elevaron de 1,68 por ciento a 2,11 por ciento en el mismo periodo de tiempo. Los indicadores tendenciales de inflación se mantienen en el tramo inferior del rango meta. Para 2021 se proyecta que la inflación se ubique en 2,0 por ciento por efectos transitorios de oferta (aumento de precios de combustibles y algunos alimentos) para luego ubicarse en el tramo inferior del rango meta durante 2022. Esta proyección considera que las expectativas de inflación se mantendrán alrededor del valor medio del rango meta (2,0 por ciento), en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente conforme la economía agregada recupere su nivel previo a la pandemia.
- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** de este Reporte es neutral, es decir, se considera, con igual probabilidad de ocurrencia, un desvío hacia abajo o hacia arriba de la inflación. Los riesgos en la proyección consideran la contingencia de una recuperación más lenta de la actividad local si se presentan algunos de los siguientes escenarios adversos como (i) una mayor persistencia en la duración de la segunda ola o posteriormente una nueva ola de contagios (por nuevas variantes del virus, por ejemplo); (ii) demoras en el proceso de vacunación; y (iii) una débil recuperación de la confianza del consumidor y empresarial y posible postergación en la ejecución de la inversión pública de presentarse situaciones de incertidumbre política. Debido al reciente incremento del precio internacional de los alimentos, se contempla como un riesgo al alza en la inflación en el presente Reporte el traspaso a la inflación doméstica de dicho factor.

La probabilidad de que los riesgos vinculados al COVID-19 se materialicen se ha reducido en el último mes debido al avance en el proceso de vacunación a nivel global.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2019	2020	2021 ^{1/}		2022 ^{1/}	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,2	-11,1	11,5	10,7	4,0	4,5
2. Demanda interna	2,4	-9,8	10,2	9,6	4,1	4,6
a. Consumo privado	3,0	-8,7	8,8	8,5	4,7	4,8
b. Consumo público	2,1	7,5	5,7	3,5	-0,8	3,0
c. Inversión privada fija	4,0	-16,5	17,5	15,5	4,5	4,5
d. Inversión pública	-1,4	-17,7	14,0	15,0	4,0	4,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	0,7	-20,0	15,3	13,9	5,1	6,5
4. Importaciones de bienes y servicios	1,2	-15,6	10,1	9,2	5,5	7,3
5. Crecimiento del PBI Mundial	2,9	-3,3	5,4	5,8	4,0	4,0
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-0,6	-13,6	-11,0;-1,0	-11,0;-2,0	-9,0;0,0	-9,0;0,0
Var. %						
6. Inflación	1,9	2,0	1,5	2,0	1,7	1,6
7. Inflación esperada ^{3/}	2,3	1,5	1,7	2,1	2,0	2,2
8. Depreciación esperada ^{3/}	-0,3	7,4	-2,0	-2,1	-1,0	-1,4
9. Términos de intercambio	-1,8	8,2	5,3	6,4	0,1	2,2
a. Precios de exportación	-3,4	2,7	9,3	17,8	1,0	0,5
b. Precios de importación	-1,7	-5,1	3,8	10,7	0,9	-1,7
Var. %						
10. Circulante	4,6	37,3	4,0	10,0	3,0	3,0
11. Crédito al sector privado	6,9	11,8	3,0	3,0	3,0	3,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,6	21,1	21,3	21,8	21,3	21,7
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,5	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
14. Balanza comercial	2,9	3,8	5,8	6,4	5,6	6,3
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	2,4	0,3	-1,3	-1,3	-0,5	-0,4
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	17,9	18,8	19,0	19,7	19,9
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,1	24,9	21,6	21,8	21,0	21,1
18. Resultado económico del sector público no financiero	-1,6	-8,9	-4,4	-4,4	-3,0	-2,8
19. Saldo de deuda pública total	26,8	35,0	34,4	34,4	34,4	34,3
20. Saldo de deuda pública neta	13,0	22,4	24,0	24,1	25,7	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 2019 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

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

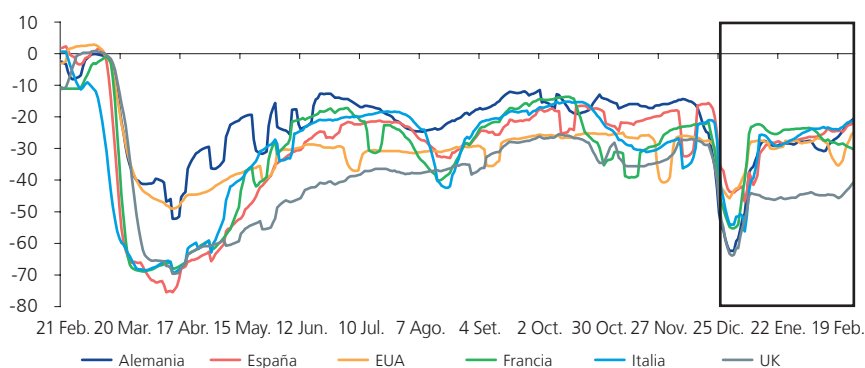
I. Sector externo

1. En los últimos meses, la actividad económica perdió dinamismo a raíz de las nuevas medidas de restricción adoptadas ante el aumento de casos del COVID-19, en particular en Europa. En línea con ello, para el primer trimestre de 2021, se prevé un crecimiento por debajo de lo proyectado en el Reporte de diciembre 2020. Sin embargo, estos desarrollos se compensarían, entre otros factores, con los avances en la aplicación de la vacuna (que permitiría una recuperación de la actividad económica en el segundo semestre), con la aplicación de un paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos (estimado en aproximadamente US\$ 1,9 billones) y con un crecimiento por encima de lo previsto en algunas economías emergentes (como China e India). En línea con ello, se revisa el crecimiento de 2021 al alza, de 5,4 a 5,8 por ciento, y se mantiene la proyección de 4,0 por ciento para 2022.

Evolución reciente de la actividad económica global

2. **Luego de la fuerte recuperación del tercer trimestre, la actividad económica se desaceleró en el cuarto trimestre de 2020.** Parte de la desaceleración se explicó por el aumento de los casos de COVID-19, en particular en Europa, donde se volvieron a imponer restricciones a la movilidad que afectaron a una serie de actividades (en particular de servicios). Similares medidas, pero de menor intensidad, se dieron en otras economías desarrolladas, como Estados Unidos.

Gráfico 1
CAMBIOS EN LA MOVILIDAD (%)
Lugares de trabajo



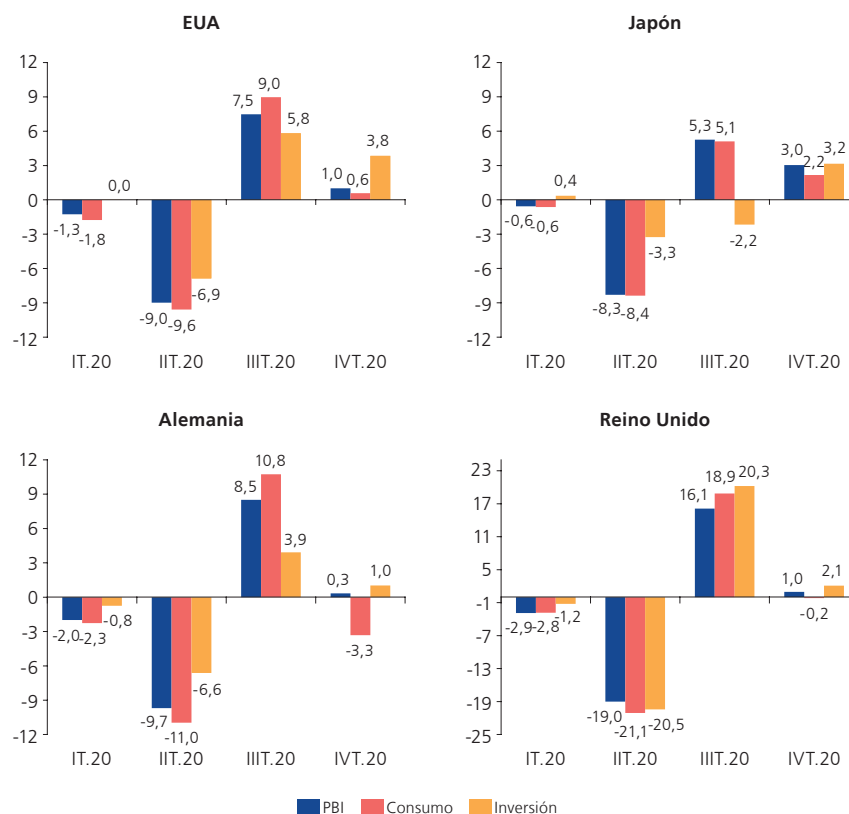
Fuente: Google Mobility.





Así, en términos desestacionalizados, el PBI del cuarto trimestre tuvo tasas de crecimiento menores a lo previsto e incluso, en el caso de Francia, se registró una contracción en el nivel de actividad. El consumo, el componente más importante del gasto, mostró una reducción significativa en sus tasas de crecimiento e incluso tasas menores a la inversión.

Gráfico 2
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: INDICADORES DE GASTO AGREGADO
(Var. % trimestral)



Fuente: OCDE.

3. En el caso de **Estados Unidos**, la economía se expandió a una tasa menor a la esperada (4,1 por ciento) en el cuarto trimestre y significativamente menor a la del tercer trimestre. El impacto de las restricciones a la movilidad por el rebrote del COVID-19 y menores transferencias del sector público explican el menor crecimiento del consumo en dicho periodo. Compensó esta evolución el dinamismo del sector construcción que, como se señaló en el Reporte de diciembre, estuvo apoyado por

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

Cuadro 1
ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO
(Tasas trimestrales anualizadas)

	IT.18	IIT.18	IIIT.18	IVT.18	IT.19	IIT.19	IIIT.19	IVT.19	IT.20	IIT.20	IIIT.20	IVT.20 2a rev.
PBI	3,8	2,7	2,1	1,3	2,9	1,5	2,6	2,4	-5,0	-31,4	33,4	4,1
Consumo Personal	2,0	3,2	2,7	1,6	1,8	3,7	2,7	1,6	-6,9	-33,2	41,0	2,4
Duradero	4,0	7,1	3,2	2,5	1,0	12,7	6,3	3,1	-12,5	-1,7	82,7	-0,6
No Duradero	1,1	2,8	2,7	2,6	3,3	5,3	3,1	-0,7	7,1	-15,0	31,1	-1,1
Servicios	2,0	2,7	2,6	1,1	1,5	1,9	2,0	2,0	-9,8	-41,8	38,0	4,0
Inversión Bruta	11,0	-1,1	10,2	3,9	3,9	-5,8	1,8	-3,7	-9,0	-46,6	86,3	26,5
Inversión Fija	8,5	4,4	0,8	2,6	2,9	-0,4	2,4	1,0	-1,4	-29,2	31,3	19,1
No Residencial	12,2	6,2	2,6	5,0	4,2	0,0	1,9	-0,3	-6,7	-27,2	22,9	14,0
Residencial	-3,3	-1,7	-5,4	-5,2	-1,7	-2,1	4,6	5,8	19,0	-35,6	63,0	35,8
Exportaciones	2,7	1,9	-5,2	2,8	1,8	-4,5	0,8	3,4	-9,5	-64,4	59,6	21,8
Importaciones	0,3	-0,1	8,0	4,1	-2,1	1,7	0,5	-7,5	-15,0	-54,1	93,1	29,6
Gasto de Gobierno	1,5	2,9	2,5	-0,9	2,5	5,0	2,1	2,4	1,3	2,5	-4,8	-1,1
Memo												
Contribución de Inventarios	0,4	-0,9	1,6	0,2	0,2	-1,0	-0,1	-0,8	-1,3	-3,5	6,6	1,1

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

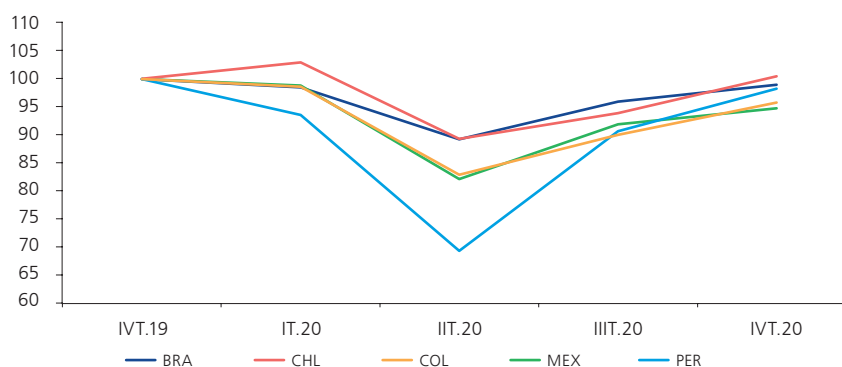
Entre las **economías emergentes**, destaca el crecimiento de **China**. El PBI se recuperó por tercer trimestre consecutivo, luego de la contracción en los primeros tres meses del año; con ello, en el año registró una expansión de 2,3 por ciento (la tasa más baja desde 1976), por encima de lo esperado. Adicionalmente a la recuperación del consumo y la inversión, se registró un crecimiento de las exportaciones (en particular de equipos médicos y de tecnología relacionada al trabajo remoto) y del gasto público.

Por su parte, las economías de **América Latina** también registraron una evolución positiva en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo algo menor que en el trimestre previo. La región sigue favorecida por la reapertura de la economía y la gradual normalización de las actividades y la recuperación de la economía global. En la mayoría de casos, a pesar de la recuperación del segundo semestre, el PBI se ubica por debajo de los niveles previos a la pandemia.





Gráfico 3
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL
(Índice 100 = 4T.19)



Fuente: Bank of America.

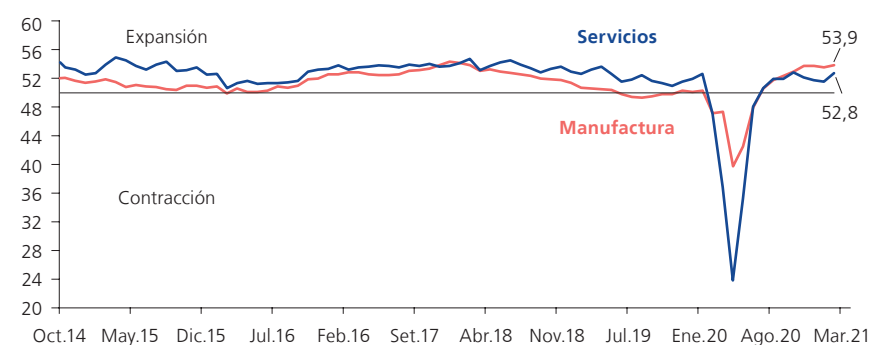
4. **Los indicadores de frecuencia mensual muestran que esta desaceleración ha continuado en el primer trimestre de 2021.** El consumo de servicios, más sensible a estas restricciones, ha sido la actividad más afectada; en el mes de enero, el índice global de servicios registró una caída -en el caso de la Eurozona, Japón y Reino Unido se ubicó en zona de contracción- que se ha recuperado ligeramente en febrero. El índice de manufactura global, por el contrario, muestra una evolución más favorable (en particular por los rubros de nuevas órdenes y producción) a pesar de enfrentar algunas disrupciones en la cadena de suministro y el alza en el precio de los insumos.

Cuadro 2
ÍNDICE DE ACTIVIDAD GLOBAL (JP MORGAN)

I. Servicios							
	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21
Global	52,0	36,8	48,1	52,0	51,8	51,6	52,8
EUA Markit	52,8	39,8	47,9	54,6	54,8	58,3	59,8
China Caixin	52,5	43,0	58,3	54,8	56,3	52,0	51,5
Eurozona	52,8	26,4	48,3	48,0	46,4	45,4	45,7
Reino Unido	50,0	34,5	47,1	56,1	49,4	39,5	49,5
Japón	49,4	33,8	45,0	46,9	47,7	46,1	46,3
II. Manufactura							
	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21
Global	50,1	47,3	47,9	52,4	53,8	53,6	53,9
EUA Markit	52,4	48,5	49,8	53,2	57,1	59,2	58,6
China Caixin	51,5	50,1	51,2	53,0	53,0	51,5	50,9
Eurozona	46,3	44,5	47,4	53,7	55,2	54,8	57,9
Reino Unido	47,5	47,8	50,1	54,1	57,5	54,1	55,1
Japón	48,4	44,8	40,1	47,7	50,0	49,8	51,4

Fuente: Bloomberg y JP Morgan.

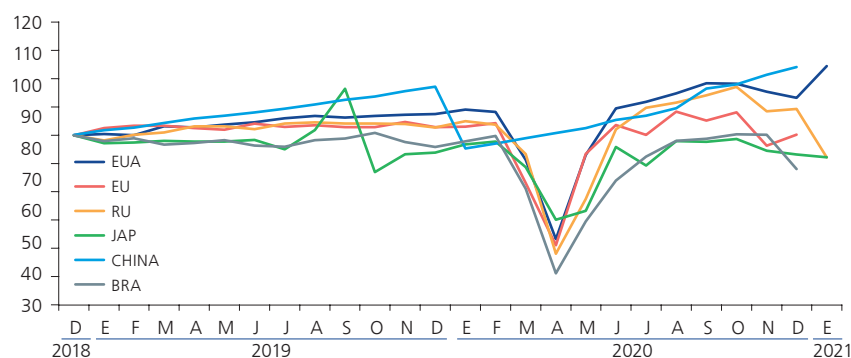
Gráfico 4
PMI GLOBAL MANUFACTURA Y SERVICIOS



Fuente: JPMorgan.

Las ventas minoristas son otro indicador que refleja la desaceleración de la actividad económica, en particular del consumo y del sector servicios. Destaca la caída observada en el Reino Unido y Japón durante el primer mes del año.

Gráfico 5
VENTAS MINORISTAS
(Índice, diciembre 2018=100)



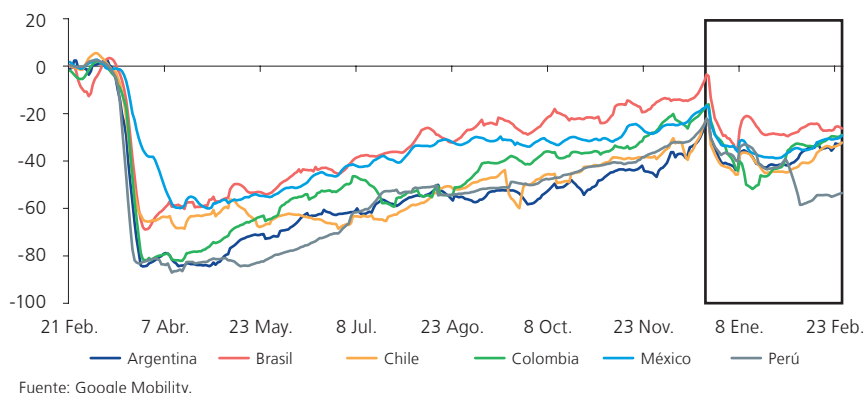
Fuente: Investing y Trading Economics.

Dentro de las economías emergentes, América Latina es otra de las regiones más afectadas por el aumento de las restricciones introducidas en la mayoría de países a partir del mes de enero. Los indicadores de frecuencia mensual sugieren que la actividad económica de la mayoría de países se contraería en el primer trimestre.





Gráfico 6
CAMBIOS EN LA MOVILIDAD (%)
Tiendas y lugares de entretenimiento



5. **A diferencia de lo observado en anteriores Reportes, la inflación ha mostrado una tendencia al alza en la gran mayoría de economías desarrolladas y en varias economías emergentes.** Aunque en algunos casos estos desarrollos se han visto influidos por medidas puntuales (como el restablecimiento de la tasa del IVA en Alemania), las presiones al alza se explican, entre otros factores, por el cierre gradual de la brecha producto y por el aumento en los precios de los *commodities* (en particular del petróleo y de los alimentos).

Las expectativas de inflación también mostraron una tendencia al alza. El *breakeven inflation* —que mide la diferencia entre el rendimiento de un bono sin indexar y el rendimiento de un bono indexado— muestra una moderada y sostenida tendencia al alza desde el último Reporte.

Gráfico 7
INFLACIÓN EN PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS

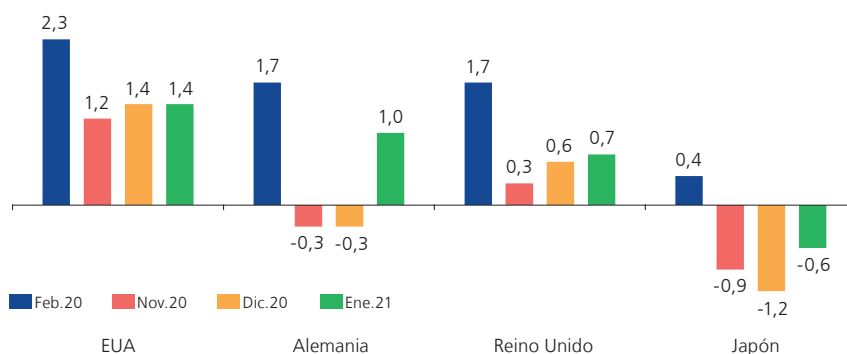
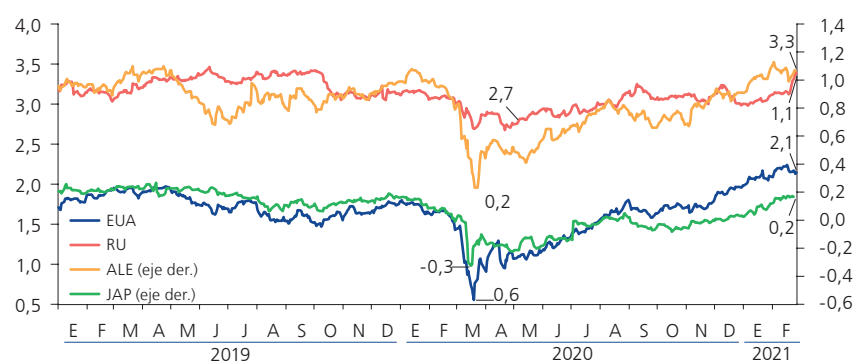


Gráfico 8
BREAKEYEN INFLATION (10 AÑOS)



Fuente: Reuters.

En la región, con excepción de Uruguay, Chile y Colombia, también se registró una moderada tendencia al alza en la inflación en los primeros meses del año, en línea con la recuperación de la actividad económica y algunos choques de oferta (como el aumento en el precio de los alimentos). A pesar de esta tendencia al alza, la tasa de inflación se ubica dentro del rango meta, excepto en los casos de Colombia (donde la inflación se encuentra por debajo) y Uruguay (por arriba).

Cuadro 3
AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN ANUAL
(%)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Paraguay	Perú	Uruguay
Rango Meta:	2,25-5,25	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-6,0	1,0-3,0	3,0-7,0
Dic. 19	4,31	3,00	3,80	2,83	2,81	1,90	8,79
Ene.20	4,19	3,46	3,62	3,24	2,81	1,89	8,71
Feb.20	4,01	3,89	3,72	3,70	2,41	1,90	8,32
Mar.20	3,30	3,74	3,86	3,25	2,50	1,82	9,16
Abr.20	2,40	3,42	3,51	2,15	2,02	1,72	10,86
May.20	1,88	2,75	2,85	2,84	0,67	1,78	11,05
Jun.20	2,13	2,63	2,19	3,33	0,48	1,60	10,36
Jul.20	2,31	2,50	1,97	3,62	1,05	1,86	10,13
Ago.20	2,44	2,45	1,88	4,05	1,63	1,69	9,79
Sep.20	3,14	3,09	1,97	4,01	1,62	1,82	9,92
Oct.20	3,92	2,95	1,75	4,09	1,71	1,72	9,74
Nov.20	4,31	2,73	1,49	3,33	2,18	2,14	9,59
Dic.20	4,52	2,97	1,61	3,15	2,17	1,97	9,41
Ene.21	4,56	3,12	1,60	3,54	2,64	2,68	8,89
Feb.21	5,20	2,85	1,56	3,76	2,54	2,40	9,12

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

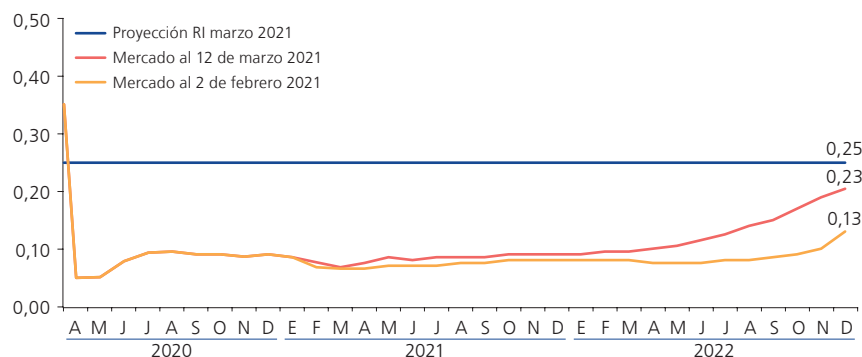




6. **En este contexto, los bancos centrales han mantenido sus políticas monetarias y fiscales expansivas.** Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantuvieron sus tasas en niveles mínimos históricos y continuaron con el apoyo crediticio y con los programas de compra de activos.

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) decidió mantener las tasas en 0-0,25 por ciento y su programa de expansión del balance a través de programas de compras y facilidades crediticias. En las reuniones del 26-27 de enero y 16-17 de marzo ratificó que mantendrá una posición expansiva hasta observar mejoras significativas en sus nuevos objetivos de empleo e inflación. Señaló además que la actividad económica se ha moderado, prevé incrementos temporales de inflación y que la trayectoria de la recuperación económica dependería del curso de la pandemia. Además, no prevé retiros prematuros de estímulos. Sin embargo, el mercado de futuros proyecta una política monetaria menos acomodaticia desde 2023.

Gráfico 9
FED: TASAS PROYECTADAS Y EXPECTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Fed, BCRP y Reuters.

En su última reunión, la Fed publicó una actualización de sus proyecciones macroeconómicas para Estados Unidos. Se revisó al alza el crecimiento económico para 2021-2022 (a la baja para 2023); se redujo el desempleo previsto para los próximos años, incluyendo el nivel de largo plazo; y se revisó al alza la inflación para 2021-2023. Todo ello se fundamenta, en parte, en los recientes estímulos fiscales y el mayor ritmo de vacunación.

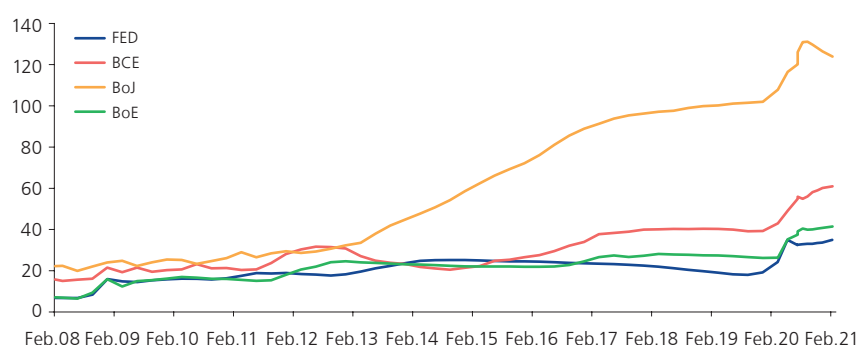
Cuadro 4
PROYECCIONES DE LA FED*

	2021		2022		2023		Largo plazo	
	Dic. 20	Mar. 21	Dic. 20	Mar. 21	Dic. 20	Mar. 21	Dic. 20	Mar. 21
Crecimiento	4,2	6,5	3,2	3,3	2,4	2,2	1,8	1,8
Tasa de desempleo	5,0	4,5	4,2	3,9	3,7	3,5	4,1	4,0
Inflación (PCE)	1,8	2,4	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,8	2,2	1,9	2,0	2,0	2,1	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	2,5
Rango de tasas de interés (%)	0,1	0,1	0,1-0,4	0,1-0,6	0,1-1,1	0,1-1,1	2,0-3,0	2,0-3,0

* Incorpora 18 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.
Fuente: Fed.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo la tasa de interés de política y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) por €1,85 billones, y reiteró su vigencia hasta marzo de 2022. En el mismo sentido, el Banco de Inglaterra (BoE) acordó unánimemente mantener la tasa de interés y el programa de compra de bonos de corporaciones no financieras hasta por £20 mil millones y el programa de compra de deuda soberana hasta un saldo por £875 mil millones.

Gráfico 10
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Porcentaje PBI)



Fuente: Bancos Centrales.

Respecto a la **política fiscal**, el cambio en la composición del Congreso de Estados Unidos —con una mayoría demócrata en ambas cámaras— ha favorecido el avance





de la negociación en torno a un nuevo paquete de estímulo fiscal que alcanzaría los US\$ 1,9 billones. Precisamente, la política fiscal expansiva, sumada a las expectativas de una mayor inflación en el mediano plazo, presionaron al alza los rendimientos soberanos de Estados Unidos y de otras economías. En Europa, el Parlamento logró el consenso sobre el plan de recuperación y presupuesto multianual; y en Japón, hacia fines de 2020, se aprobó un tercer paquete fiscal equivalente a 13,7 por ciento del PBI.

Perspectivas de la actividad económica global

7. Para el año 2021 se espera que la economía mundial crezca 5,8 por ciento, tasa ligeramente superior a la proyectada en el Reporte de diciembre. Para 2022, se mantiene el crecimiento estimado de 4,0 por ciento.

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP*	2020	2021		2022	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
Economías desarrolladas	42,5	-4,7	4,6	5,2	3,1	3,3
De las cuales						
1. Estados Unidos	16,0	-3,5	4,0	6,5	3,3	3,3
2. Eurozona	12,0	-6,6	5,8	4,7	3,3	3,8
3. Japón	4,0	-4,8	2,4	2,7	2,0	2,2
4. Reino Unido	2,3	-9,9	5,7	4,5	2,2	3,3
5. Canadá	1,4	-5,4	4,0	4,9	3,5	3,8
6. Otros	6,8	-4,1	4,6	4,6	3,1	3,1
Economías en desarrollo	57,5	-2,2	5,9	6,2	4,5	4,5
De las cuales						
1. China	18,6	2,3	8,1	8,4	5,7	5,7
2. India	6,7	-8,0	10,5	11,0	6,5	6,5
3. Rusia	3,1	-3,1	3,2	3,4	2,4	2,7
4. América Latina y el Caribe	7,3	-6,9	3,8	4,1	2,7	2,7
5. Otros	17,9	-4,0	4,2	4,8	4,5	4,5
Economía Mundial	100,0	-3,3	5,4	5,8	4,0	4,0

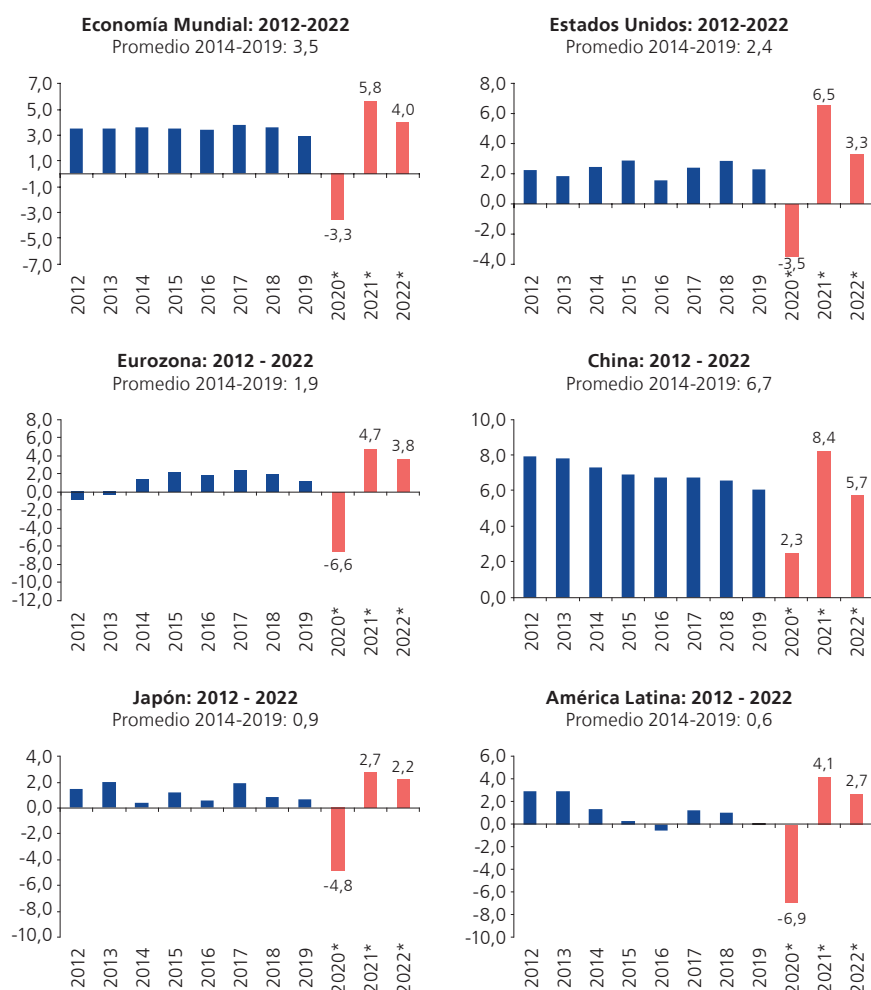
* Base 2020 para RI Marzo.

Fuente: FMI, Consensus Forecast.

Para 2021, la proyección de algunas economías ha sido revisada a la baja; en particular, en el caso del Reino Unido y Alemania por el menor crecimiento que se registraría en el primer trimestre como consecuencia de las medidas adoptadas frente al rebrote del COVID-19. Por el contrario, el crecimiento de Estados Unidos ha sido revisado al alza en línea con los datos recientes, nuevos estímulos fiscales y la evolución registrada en el sector inmobiliario.

En el caso de las economías emergentes, destaca la revisión al alza de China e India, en línea con la tendencia observada desde el cuarto trimestre de 2020. Para América Latina, el crecimiento estimado para 2021 es revisado al alza (de 3,8 a 4,1 por ciento). Se espera un menor dinamismo en el primer trimestre—en línea con las medidas adoptadas frente al rebrote del COVID-19— que sería contrarrestado con una mejor evolución en los trimestres siguientes, en parte explicada por el alza significativa en el precio de los *commodities* (metales básicos, petróleo y granos). Para el año 2022 se estima un crecimiento de 2,7 por ciento.

Gráfico 11
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual real)



* Proyección.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.



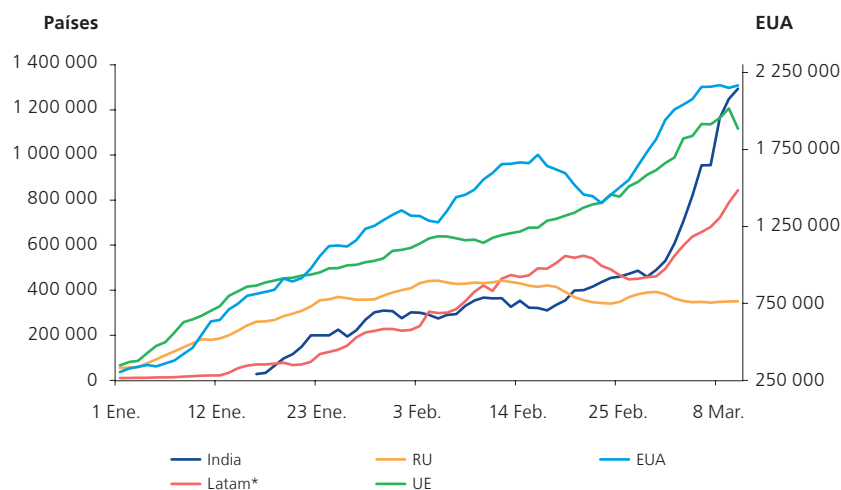


Los factores de riesgo a este escenario central son neutrales. Entre los factores a la baja se encuentran:

- Demoras en la aplicación de las vacunas (o una menor eficacia frente a nuevas cepas) podrían afectar las perspectivas de un fuerte crecimiento en el segundo semestre.
- Escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. A pesar del cambio de administración en Estados Unidos, se mantienen las tensiones en torno a la guerra tecnológica y en torno al tratamiento de minorías étnicas en China.
- Corrección brusca en el precio de algunos activos o aumento de *defaults* en agentes altamente endeudados.

Respecto a los factores al alza, existe la posibilidad de un crecimiento mayor al previsto, en particular en las economías desarrolladas, en tanto el proceso de vacunación genere una recuperación más temprana y más sólida de la demanda interna y se ejecuten con mayor rapidez las políticas fiscales anunciadas en las principales economías (en particular en Estados Unidos) y se implementen planes de infraestructura adicionales.

Gráfico 12
PROMEDIO DE DOSIS DIARIAS DE VACUNAS



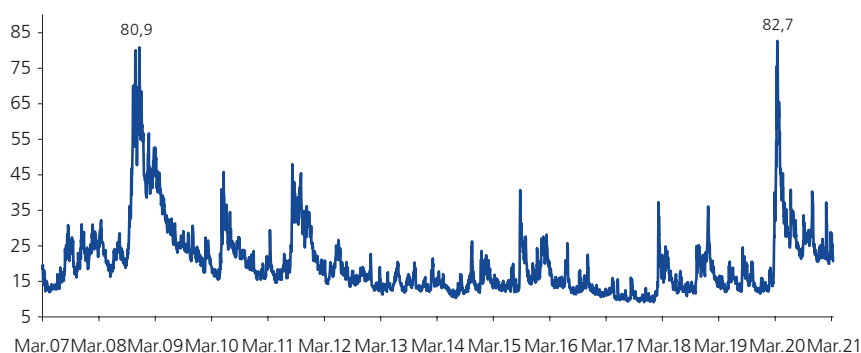
* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.
Información al 10 de marzo. Promedio móvil 7 días.
Fuente: Our World in Data y Oxford University.

Mercados financieros internacionales

8. **En lo que va del año, los mercados financieros se vieron favorecidos por las señales de recuperación global, avances en las campañas de vacunación, el nuevo estímulo fiscal en Estados Unidos y resultados corporativos por encima de los esperado.** Reforzó esta tendencia las declaraciones de los principales bancos centrales respecto al mantenimiento de la política monetaria acomodaticia (tanto en lo que se refiere a las bajas tasas de interés como a los programas de compra de activos vigentes). En este contexto, los mercados de renta variable, tanto de las economías desarrolladas como emergentes, registraron ganancias.

Sin embargo, en lo que va de 2021, se presentaron factores que limitaron esta tendencia. En el aspecto epidemiológico, la aparición de nuevas variantes del COVID-19 generaron dudas sobre la efectividad de las vacunas ya desarrolladas; y el rebrote de los contagios llevaron a nuevas restricciones a la movilidad en varias economías desarrolladas y emergentes. Por otro lado, hacia fines de febrero, el aumento en las expectativas de inflación y los temores respecto a posibles sobrevaloraciones en los mercados de activos aumentaron las expectativas de un retiro anticipado de los estímulos por parte de la Fed y llevaron a una corrección en el precio de los activos, en particular en los mercados de renta fija.

Gráfico 13
ÍNDICE VIX
(Volatilidad de la bolsa de EUA)



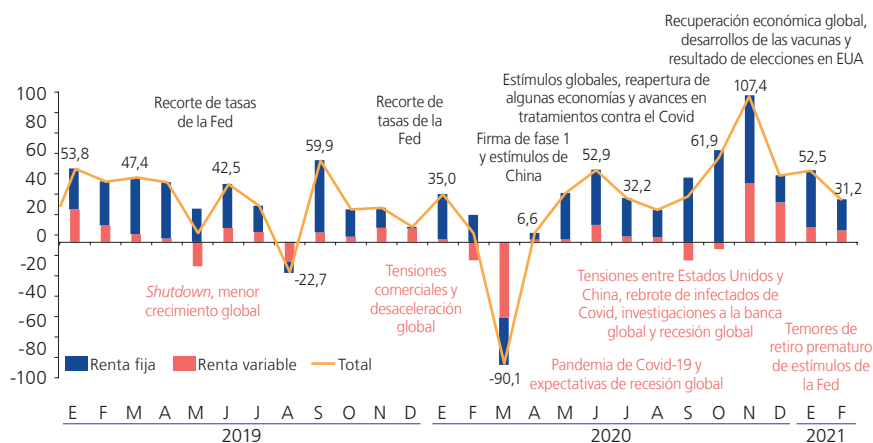
Fuente: Reuters.

En este contexto, los capitales a economías emergentes mantuvieron flujos positivos (destacando aquellos orientados a los mercados de renta fija), pero en una menor magnitud que los registrados a fines del año pasado.



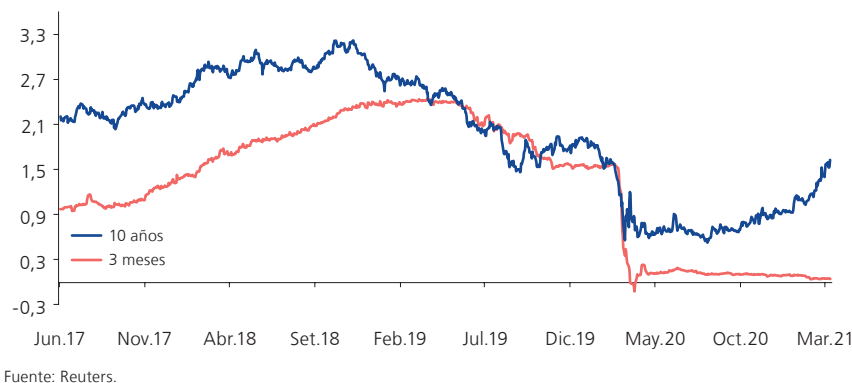


Gráfico 14
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)



9. **En los mercados de renta fija, los rendimientos soberanos de Estados Unidos registraron incrementos sustanciales en los primeros meses de 2021.** Esta tendencia se explica por la recuperación de la actividad económica, la negociación de nuevos estímulos fiscales, la mejora de datos sanitarios y la expansión de distribución de las vacunas. La tendencia al alza en el rendimiento a 10 años se acentuó, hacia fines de febrero, cuando el aumento de las expectativas de mayor inflación (y de un aumento en la probabilidad de un retiro anticipado del estímulo monetario por parte de la Fed) llevó a una corrección en los precios de estos activos. Ello se dio a pesar de que la Fed reiterara, en varias oportunidades, que mantendrá su posición expansiva por un largo periodo de tiempo.

Gráfico 15
RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DE GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS
(2017-2019)



En Europa, los rendimientos también subieron, aunque estuvieron limitados tras la extensión de medidas de confinamiento en algunos países y comentarios del BCE y BoE de mantener la posición monetaria acomodaticia.

En las economías emergentes, los rendimientos siguieron la tendencia global y subieron de forma generalizada. En algunos casos influyó, además, la expectativa creciente de un aumento de tasas durante 2021 y choques idiosincráticos como en el caso de Brasil (donde hubo discusiones en torno al manejo fiscal, persistencia del ruido político y aumento de casos de COVID-19).

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.19	Dic.20	Mar.21*	Variación acumulada 2021 (pbs.)
Estados Unidos	1,92	0,92	1,63	71
Alemania	-0,19	-0,57	-0,31	27
Francia	0,12	-0,34	-0,07	28
Italia	1,41	0,54	0,62	8
España	0,46	0,04	0,33	28
Grecia	1,43	0,62	0,82	20
Gran Bretaña	0,82	0,19	0,82	63
Japón	-0,02	0,02	0,12	10
Brasil	6,79	6,90	8,68	179
Colombia	6,34	5,39	6,39	100
Chile	3,17	2,65	3,10	45
México	6,89	5,53	6,37	84
Perú	4,62	3,51	4,70	119
Sudáfrica	9,02	8,74	9,33	60
India	6,56	5,87	6,23	37
Turquía	11,97	12,54	14,01	147
Rusia	6,36	5,92	6,77	85
China	3,14	3,15	3,26	11
Corea del Sur	1,67	1,72	2,11	38
Indonesia	7,04	5,86	6,71	84
Tailandia	1,47	1,32	1,97	65
Malasia	3,31	2,65	3,38	73
Filipinas	4,53	2,94	4,22	128

*Elaborado el 12 de marzo 2021.
Fuente: Reuters.

10. En los **mercados de renta variable**, la mayoría de las bolsas subió y en algunos casos volvieron a alcanzar niveles históricos. Esto se debió, en gran medida, a la recuperación económica, la posición expansiva de los bancos centrales y los resultados corporativos del cuarto trimestre por encima de los estimados.

En el caso de los países desarrollados, se sumó el optimismo por la distribución de las vacunas. Cabe resaltar que bolsas como las de Estados Unidos y Alemania se encuentran en niveles históricos, mientras que la de Japón registra un máximo





desde 1990, y la de Reino Unido, desde 2019. Estos niveles contribuyeron a que surgieran los temores de una corrección de precios en estos mercados.

La mayoría de las bolsas también aumentaron en las economías emergentes, beneficiadas además por los mayores precios de los *commodities*. Sin embargo, esta mejora fue limitada por el aumento de casos de COVID-19 y la reintroducción de restricciones a la movilidad y al desarrollo de actividades económicas.

Cuadro 7
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.19	Dic.20	Mar.21*	Variación acumulada 2021 (%)
VIX	S&P 500	13,78	22,75	20,69	-2,1
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	29 983	32 812	9,4
Estados Unidos	S&P 500	3 231	3 756	3 943	5,0
Alemania	DAX	13 249	13 719	14 502	5,7
Francia	CAC 40	5 978	5 551	6 047	8,9
Italia	FTSE MIB	23 506	22 233	24 113	8,5
España	IBEX 35	9 549	8 074	8 645	7,1
Grecia	ASE	917	809	850	5,0
Reino Unido	FTSE 100	7 542	6 461	6 761	4,7
Japón	Nikkei 225	23 657	27 444	29 718	8,3
Brasil	Ibovespa	115 645	119 017	114 160	-4,1
Colombia	COLCAP	1 662	1 438	1 354	-5,9
Chile	IPSA	4 670	4 177	4 893	17,1
México	IPC	43 541	44 067	47 770	8,4
Argentina	Merval	41 671	51 226	49 071	-4,2
Perú	Ind. Gral.	20 526	20 822	22 767	9,3
Sudáfrica	JSE	57 084	59 409	68 210	14,8
India	Nifty 50	12 168	13 982	15 031	7,5
Turquía	XU100	1 144	1 477	1 557	5,5
Rusia	RTS	1 549	1 387	1 520	9,5
China	Shangai C.	3 050	3 473	3 453	-0,6
Corea Del Sur	KOSPI	2 198	2 873	3 054	6,3
Indonesia	JCI	6 300	5 979	6 358	6,3
Tailandia	SET	1 580	1 449	1 568	8,2
Malasia	KLCI	1 589	1 627	1 616	-0,7
Filipinas	Psei	7 815	7 140	6 729	-5,8

Nota: Índices en puntos y variaciones en porcentajes.

*Elaborado el 12 de marzo de 2021.

Fuente: Reuters.

- Respecto a los **mercados cambiarios**, luego de la sostenida depreciación durante 2020, el dólar se apreció de forma generalizada, en particular durante los episodios de aumento en la aversión al riesgo. Destaca la apreciación del dólar frente al euro (por declaraciones del BCE en torno a la posición expansiva de la política monetaria y las restricciones a la movilidad ante el rebrote del COVID-19) y frente al yen (por la lenta recuperación económica de Japón y expectativas de baja inflación por un periodo prolongado). Sin embargo, se depreció frente a la libra esterlina ante los

significativos avances en el proceso de vacunación y tras la salida ordenada de sus compromisos dentro de la Unión Europea (*Brexit*).

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.19	Dic.20	Mar.21*	Variación acumulada 2021(%)**
Índice dólar***	US Dollar Index	96,39	89,94	91,68	1,9
Euro	Euro	1,121	1,221	1,195	-2,1
Reino Unido	Libra	1,326	1,367	1,392	1,8
Japón	Yen	108,61	103,24	109,00	5,6
Brasil	Real	4,019	5,194	5,552	6,9
Colombia	Peso	3285	3415	3574	4,7
Chile	Peso	752	710	724	2,0
México	Peso	18,93	19,87	20,73	4,3
Argentina	Peso	59,86	84,08	90,78	8,0
Perú	Sol	3,315	3,620	3,711	2,5
Sudáfrica	Rand	13,99	14,69	14,93	1,7
India	Rupia	71,35	73,04	72,68	-0,5
Turquía	Lira	5,95	7,43	7,56	1,7
Rusia	Rublo	61,92	73,79	72,96	-1,1
China	Yuan (onshore)	6,962	6,525	6,508	-0,3
Corea Del Sur	Won	1154	1084	1136	4,8
Indonesia	Rupia	13880	14040	14380	2,4
Tailandia	Bath	29,76	30,04	30,67	2,1
Malasia	Ringgit	4,089	4,020	4,116	2,4
Filipinas	Peso	50,65	48,01	48,48	1,0

* Elaborado el 12 de marzo 2021.

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

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

Fuente: Reuters.

Por su parte, diversas monedas emergentes se depreciaron, en particular hacia fines de febrero, cuando aumentaron las expectativas de un retiro prematuro de los estímulos por parte de la Fed. Este comportamiento se evidenció en similar dirección durante el periodo de *Taper Tantrum* en 2013. Limitó esta tendencia el alza sostenida en la mayoría de los precios de los *commodities*.

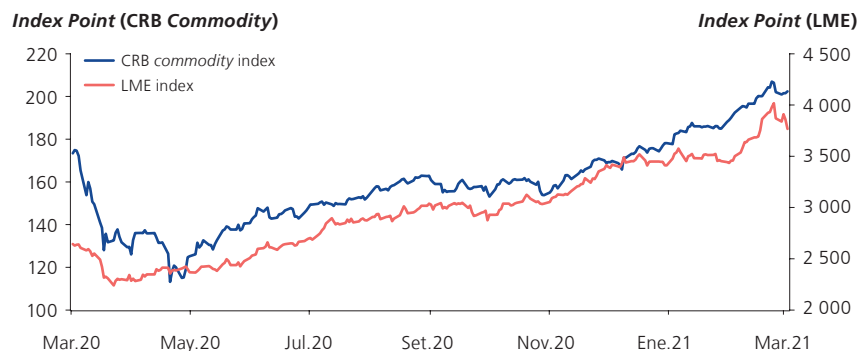
- En lo que va del año, los **precios de la mayoría de *commodities*** acentuaron la tendencia al alza de los meses previos y alcanzaron en febrero niveles máximos de varios años. Esta alza se explica en gran medida por las expectativas de una mayor demanda ante los anuncios de mayor gasto en infraestructura, la recuperación de la demanda global, en particular de China, y adicionalmente, en el caso de los productos agrícolas, de choques de oferta.

Con ello, los índices de precios de *commodities*—como el *Core Commodity* de Reuters y el índice del *London Metal Exchange*—alcanzan niveles superiores a los observados previos al inicio de la pandemia.





Gráfico 16
ÍNDICE DE COMMODITIES (CRB Y LME)



Cuadro 9
COTIZACIONES, PROMEDIO MENSUAL

	Feb.20	Dic.20	Feb.21	Feb.21/ Dic.20 (%)	Feb.21/ Feb.20 (%)
Cobre (cUS\$/lb.)	258	352	384	9,0	48,7
Zinc (cUS\$/lb.)	96	126	124	-1,5	29,8
Oro (US\$/oz.tr.)	1 597	1 860	1 808	-2,8	13,2
Petróleo (US\$/bl.)	51	47	59	25,5	16,7
Trigo (US\$/tm)	201	244	270	11,0	34,9
Maíz (US\$/tm)	143	167	210	25,3	46,3
Aceite de Soya (US\$/tm)	671	888	1 065	19,9	58,9

Fuente: Reuters.

a. Cobre

En febrero, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 3,84, mayor en 9 por ciento a la registrada en diciembre de 2020, con lo que mantuvo su tendencia al alza señalada en el Reporte de diciembre. En particular, el día 25 de febrero, el cobre alcanzó una cotización máxima de US\$/lb 4,36, nivel no visto desde agosto de 2011.

Las presiones al alza se acentuaron en febrero, luego de culminado el feriado nacional de China, país que representa alrededor del 50 por ciento del consumo global. Asimismo, existe la expectativa de que actividades intensivas en cobre—como las vinculadas a los planes de infraestructura previstos en Estados Unidos, a los autos eléctricos y otras actividades—muestren un sostenido repunte durante el año.

Cuadro 10
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017	2018	2019 ^{2/}	2020 ^{2/}	2021 ^{2/}	Var.% 2021/2020
Producción Minera Global	20 393	20 058	20 565	20 528	20 223	21 151	4,6%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	23 356	23 548	24 058	24 045	24 434	24 815	1,6%
Utilización Global de Refinados	23 487	23 705	24 484	24 427	24 486	24 745	1,1%
Balance de Refinados 1/	-131	-157	-426	-382	-52	70	--

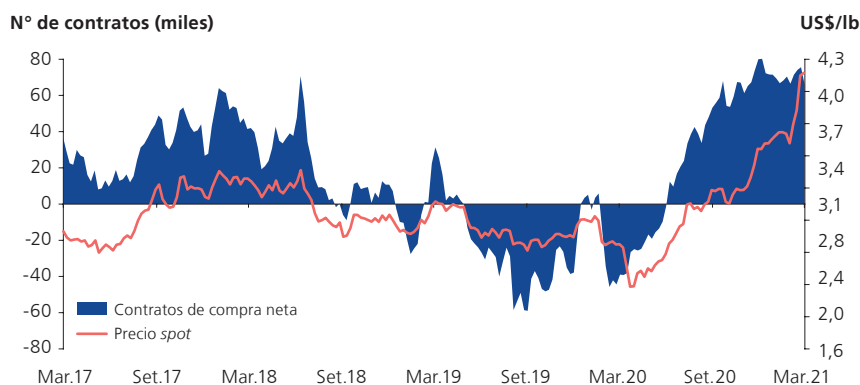
1/ El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.

2/ Reporte de febrero de 2021 y proyección de octubre.

Fuente: ICSG.

Esta tendencia al alza se vio limitada por la normalización en la producción, en particular de las refinerías de Zambia. Asimismo, a diferencia de lo señalado en el Reporte de diciembre, las posiciones no comerciales no registraron aumentos significativos, aunque se mantienen en niveles históricamente elevados.

Gráfico 17
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES



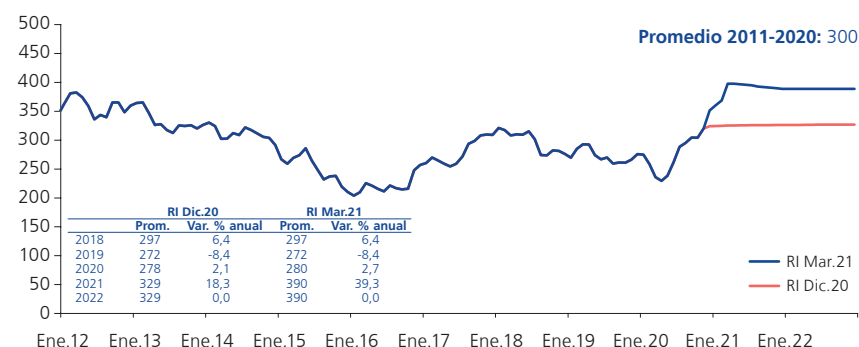
Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de Commodities (Commodity Futures Trading Commission) constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes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

En este contexto, y en línea con el alza de los últimos dos meses, se espera que los precios corrijan ligeramente en el horizonte de proyección, pero alcancen niveles mayores a los proyectados en el Reporte de diciembre. Este escenario asume una moderación en el crecimiento de la demanda china (consistente con las restricciones al crédito en dicho país) y un aumento gradual en la oferta en línea con la entrada de los proyectos de inversión.





Gráfico 18
COBRE: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
 (ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

b. Zinc

La cotización del **zinc** siguió con la tendencia al alza de los meses previos aunque con una caída en enero debido a una desaceleración del crecimiento de la manufactura en China y por temores de menores estímulos monetarios en ese país. Es por ello, que la cotización promedio mensual de febrero se ubicó 1,5 por ciento por debajo de lo registrado en diciembre.

Luego de la caída observada en enero, la cotización del zinc aumentó en el mes de febrero. El alza estuvo impulsada por los mismos factores que apoyaron el alza de los metales básicos en el precio del cobre. Sin embargo, el alza fue menor debido al exceso de oferta que se registra en ese mercado y que se refleja en los elevados inventarios globales.

Cuadro 11
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
 (Millones de toneladas métricas de zinc)

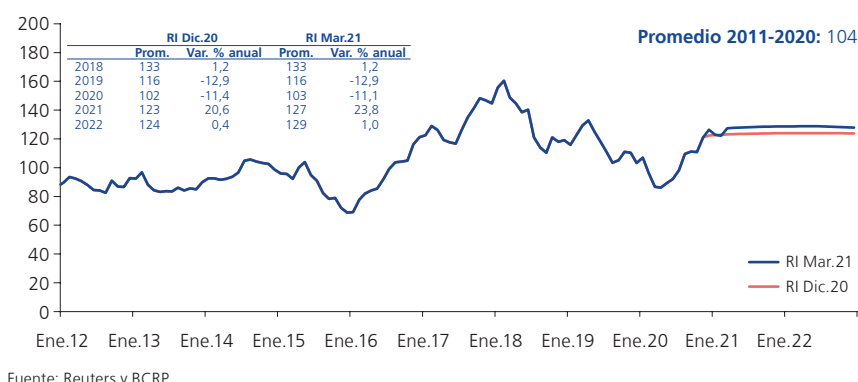
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Producción Minera Global	12 668	12 681	12 820	12 894	12 136	13 140
Producción Global de Refinados	13 560	13 486	13 102	13 480	13 641	13 988
Utilización Global de Refinados	13 665	13 953	13 658	13 707	13 108	13 524
Balance de Refinados (en miles)	-105	-467	-556	-227	533	464

Fuente: ILZSG.

Con esta evolución, se estima que el precio del zinc se ubique ligeramente por encima de lo estimado en el Reporte anterior. La proyección presenta riesgos a

la baja asociados al ingreso previsto de nueva capacidad de producción global de mina y de refinación, y a menores estímulos monetarios en China, uno de los principales compradores a nivel global. Parte de esta mayor capacidad reflejaría la adecuación, por parte de las fundiciones chinas, a las nuevas regulaciones medioambientales del gobierno; ello permitiría que —luego de cuatro años de déficit— el mercado global de zinc refinado comience a registrar un superávit de oferta.

Gráfico 19
ZINC: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(ctv. US\$/lb.)



c. Oro

En lo que va del año, la cotización del oro acentuó la tendencia a la baja reseñada en el Reporte de diciembre. En febrero la cotización promedio del **oro** (US\$/oz.tr. 1 808) disminuyó 2,8 por ciento respecto a diciembre.

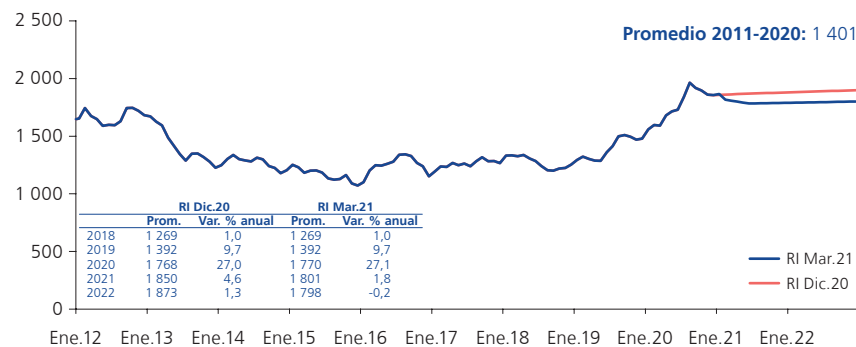
La tendencia a la baja mostrada a finales del año—por la caída de la aversión global al riesgo, los desarrollos en torno a la vacuna contra el COVID-19 y el resultado electoral en Estados Unidos —continuó en lo que va de 2021 en línea con la menor demanda del oro como activo de refugio dadas las perspectivas favorables en torno a la recuperación económica. También influyó una relativa estabilidad del dólar frente a las principales divisas, en contraste con la sostenida depreciación observada durante el año 2020.

En línea con la evolución reciente, se revisa ligeramente a la baja la proyección del precio del oro respecto al Reporte de diciembre. Los principales factores de riesgo en este escenario continúan siendo la política monetaria de la Fed y los riesgos geopolíticos (en particular aquellos vinculados a las relaciones entre China y Estados Unidos).





Gráfico 20
ORO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/oz.tr.)

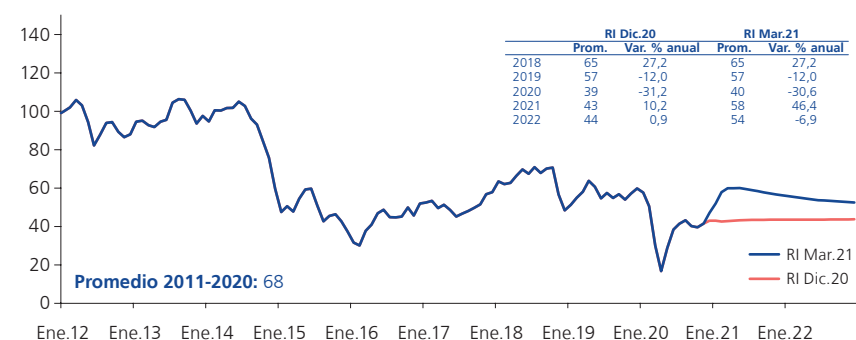


Fuente: Reuters y BCRP.

d. Petróleo

En los dos primeros meses del año, la cotización del **petróleo** WTI se incrementó en 25,5 por ciento respecto a diciembre de 2020 y alcanzó un promedio de US\$/br. 59,07 en febrero. Con ello, acentuó la tendencia al alza observada desde noviembre de 2020.

Gráfico 21
PETRÓLEO WTI: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/bl)



Fuente: Reuters y BCRP.

El aumento de la cotización se vio apoyada por las restricciones de oferta en el marco de los acuerdos de la OPEP+. En enero, Arabia Saudita anunció un recorte, de manera voluntaria, de su producción en un millón de barriles diarios durante los

meses de febrero y marzo, como parte de un acuerdo en el cual la mayoría de los miembros de la OPEP+ se comprometieron a mantener su producción en los niveles actuales. La demanda, por su parte, se ha visto impulsada por las expectativas de crecimiento global aunque estuvo presionada a la baja durante la vigencia de las medidas de restricción a la movilidad en algunas economías desarrolladas (que redujo el consumo de combustible).

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección de precios del petróleo. El principal factor de incertidumbre en esta proyección se vincula a la evolución de la pandemia del COVID-19. Por un lado, los efectos que podrían causar las nuevas variantes del virus en la economía suponen un sesgo a la baja. En contraste, los avances en el proceso de vacunación y en particular los efectos de las vacunas sobre estas variantes, podrían suponer una normalización, antes de lo previsto, de una serie de actividades altamente demandantes de energía.

e. Precio de los granos

Los precios de los granos aumentaron en los dos primeros meses del año debido a un incremento de la demanda (en particular de China), temores sobre el impacto de las condiciones climáticas sobre la oferta y la elevación en el precio del petróleo. Se espera que estos precios corrijan ligeramente a la baja (en línea con la normalización de la oferta), pero se ubiquen por encima de los niveles proyectados en diciembre.

Continuando con la tendencia reseñada en el Reporte de diciembre, la cotización del **maíz** aumentó 25,3 por ciento en los dos primeros meses del año y alcanzó en febrero una cotización promedio de US\$/TM 209,76.

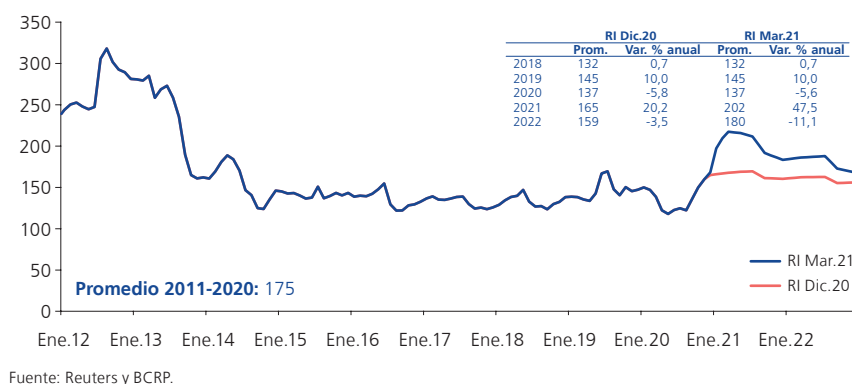
La cotización del maíz aumentó, entre otros factores, por la mayor de demanda china (en particular por maíz norteamericano) destinada como alimento para el ganado porcino. También influyeron por los temores sobre el impacto de las condiciones climáticas en los cultivos (en particular en Argentina y Brasil) y las revisiones a la baja en las proyecciones de inventarios en Estados Unidos.

En línea con estos desarrollos, la proyección del precio del maíz se incrementa respecto al Reporte de diciembre. Uno de los factores de incertidumbre para la proyección es la implementación de mega criaderos de cerdos en China, los cuales a pesar de incentivar la demanda del grano, podrían tener un efecto contrario si, como producto de la sobrepoblación, ocurre algún brote epidemiológico. Otro factor a considerarse es la incertidumbre respecto al acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, el cual no cumplió con las metas establecidas en 2020 y aun no se señala que sucederá con ese remanente por comercializar. Un riesgo importante a la baja es un posible rebrote del COVID-19 (a causa de las nuevas variantes) que mantendría deprimida la demanda, en particular de la industria del etanol.





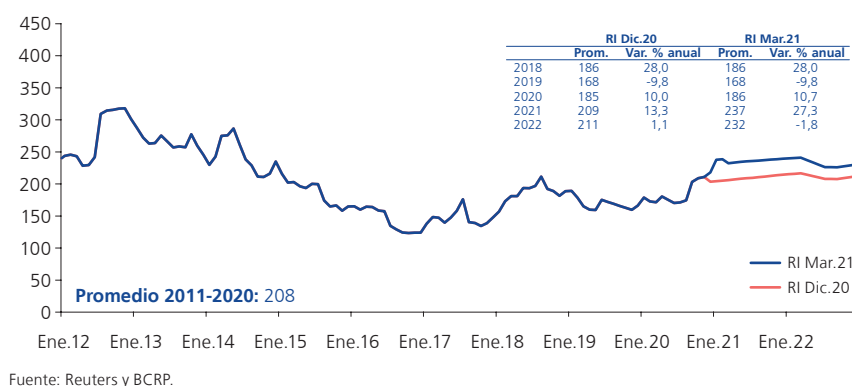
Gráfico 22
MAÍZ: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



En febrero, la cotización del **trigo** alcanzó un promedio mensual de US\$/TM 270,46, mayor en 11 por ciento a la cotización registrada en diciembre 2020. Con ello, continúa con la tendencia al alza reseñada en el Reporte de Inflación de diciembre.

La cotización del trigo se incrementó en un contexto de una demanda global creciente y de restricciones de oferta en Europa y Estados Unidos. En el primer caso, los cultivos se vieron afectados por la sequía y, en el caso particular de Rusia, por la imposición de un impuesto a las exportaciones. En el caso de Estados Unidos, el impacto del Fenómeno de La Niña sobre los rendimientos y la reducción del área sembrada llevaron a una revisión a la baja en las proyecciones de producción y de inventarios (se estima que alcanzarían niveles mínimos en seis temporadas).

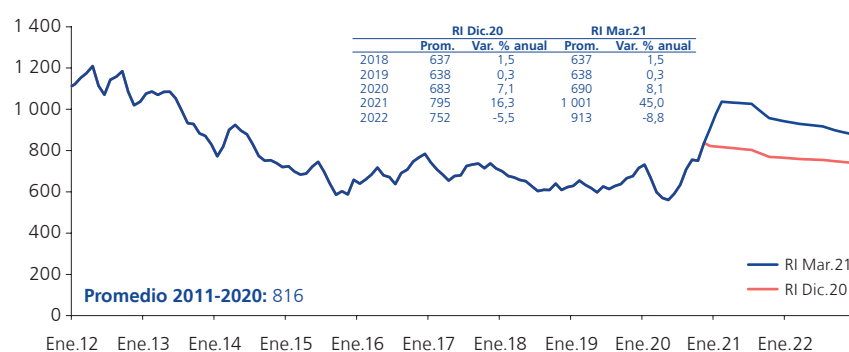
Gráfico 23
TRIGO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



En este contexto, las proyecciones de precios para el trigo se revisan al alza asumiendo que se mantiene la alta demanda global. Un factor a considerar como posible riesgo a la proyección son las mejores condiciones climáticas en Estados Unidos y en los países productores de la Unión Europea y de la zona del Mar Negro, las cuales han ido mejorando por encima de lo esperado.

Con una tendencia similar a la de los granos, la cotización del **aceite de soya** aumentó 20 por ciento en los dos primeros meses del año y alcanzó niveles no observados desde 2012. La cotización del aceite de soya aumentó en respuesta a la elevación de los precios del petróleo, a la mayor demanda global, a los temores de una reducción de la producción en Brasil (como consecuencia del Fenómeno de La Niña) y a la elevación de precios del aceite de palma. Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte anterior.

Gráfico 24
ACEITE DE SOYA: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.





II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

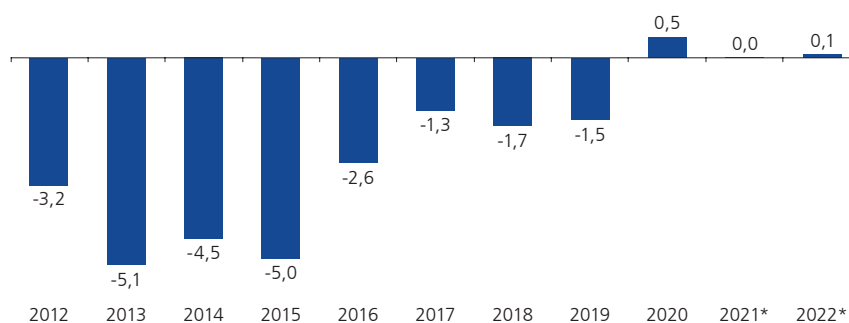
13. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un superávit de 0,5 por ciento del PBI en 2020, el primer resultado superavitario en 12 años. Este resultado, que contrasta con el déficit de 1,5 por ciento de 2019, se explica por el impacto de la crisis del COVID-19 en la actividad local y en la demanda interna, que implicaron menores utilidades de empresas con inversión directa extranjera en el país y una caída en las importaciones de bienes.

El panorama externo de 2021 se muestra favorable con el plan de vacunación mundial contra el COVID-19, mayores precios de *commodities* y el aumento de los términos de intercambio. Por otro lado, se prevé un menor ritmo de crecimiento de la actividad local con relación al considerado en el Reporte previo, debido a las medidas focalizadas adoptadas recientemente para contener los contagios de la segunda ola y por la recuperación más progresiva de la actividad primaria.

En 2022, una vez superado gran parte del impacto del COVID-19, se espera un sólido crecimiento mundial con términos de intercambio en niveles mayores a los proyectados en el Reporte de diciembre. A ello se suma la normalización de la actividad primaria tras la recuperación de la producción minera y condiciones climáticas que favorezcan la pesca.

Bajo estos supuestos, se espera que el resultado de la cuenta corriente registre un resultado nulo en **2021** y un superávit de 0,1 por ciento del PBI en **2022** (superávit de 0,1 y 0,0 por ciento del producto, respectivamente, en el Reporte previo). La ligera revisión a la baja de 2021 reflejaría, por un lado, el mayor déficit de renta de factores debido a la mejor evolución de las utilidades de las empresas tras el incremento de los términos de intercambio. Por otro lado, contribuiría también el déficit más alto de servicios por mayores fletes. Estos factores serían parcialmente compensados por la mayor balanza comercial ante los mejores precios relativos de exportación e importación y la aceleración de las remesas desde Estados Unidos tras el mayor ritmo de recuperación proyectado para dicho país. La cuenta corriente de 2022 también sería superavitaria debido al mayor resultado de la balanza comercial, en razón a la normalización de la producción minera y de la actividad local en general.

Gráfico 25
CUENTA CORRIENTE: 2012-2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

14. La **cuenta financiera** (sin incluir el efecto valuación de las RIN ni los errores y omisiones netos) de 2020 registró un flujo positivo de US\$ 9 511 millones, equivalente a 4,7 por ciento del PBI. Este resultado fue reflejo principalmente de la mayor inversión de cartera neta en activos públicos, debido a mayores requerimientos para revertir el impacto negativo del COVID-19 en la economía, y de la menor inversión de cartera neta en el exterior por parte de las AFP, por la venta de activos externos para atender los retiros aprobados de sus afiliados.

Cuadro 12
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	987	207	29	37	132
Porcentaje del PBI	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
1. Balanza comercial	7 750	13 253	14 480	13 722	15 707
a. Exportaciones	42 413	51 961	56 110	54 904	59 404
De las cuales:					
i) Tradicionales	29 405	36 901	41 102	38 631	43 153
ii) No Tradicionales	12 887	14 969	14 911	16 182	16 067
b. Importaciones	-34 663	-38 707	-41 630	-41 183	-43 697
2. Servicios	-4 091	-4 203	-5 069	-4 347	-5 114
3. Renta de factores	-6 688	-12 202	-12 841	-12 879	-14 004
4. Transferencias corrientes	4 017	3 358	3 458	3 542	3 542
Del cual: Remesas del exterior	2 884	3 029	3 129	3 181	3 181
II. CUENTA FINANCIERA	5 404	2 218	4 696	963	868
1. Sector privado	-4 404	-2 942	-3 149	-1 267	-861
a. Largo plazo	543	-2 942	-2 849	-1 267	-896
b. Corto plazo ^{1/}	-4 946	0	-299	0	35
2. Sector público ^{2/}	9 808	5 161	7 845	2 230	1 729
III. VARIACIÓN DE RIN	6 391	2 425	4 725	1 000	1 000

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

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.



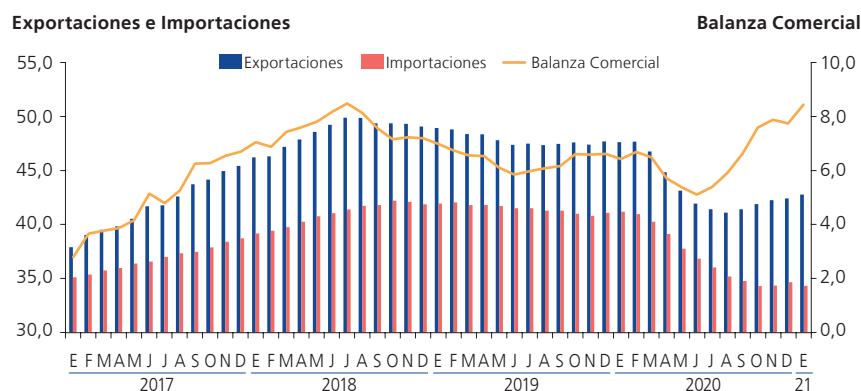


En esa línea, la cuenta financiera en **2021** incorpora el mayor financiamiento del sector público para cubrir el déficit fiscal y mantener las políticas expansivas hasta consolidar la recuperación económica; en un entorno de condiciones financieras internacionales favorables y alta liquidez global. Por su parte, para **2022** se proyectan menores desembolsos y un incremento de flujos de capitales, en un escenario internacional de menor incertidumbre, una vez superado el impacto negativo del COVID-19 en la economía mundial.

15. El superávit de la **balanza comercial** alcanzó US\$ 7 750 millones en 2020; el mayor registro de los últimos 9 años, debido a la mayor contracción del valor de las importaciones en comparación al de las exportaciones, asociado al impacto de la crisis del COVID-19. Los volúmenes de exportaciones e importaciones disminuyeron 13,4 y 11,1 por ciento, respectivamente, reflejando la menor producción local y la severa contracción de la demanda interna. Por el contrario, el precio de exportaciones se incrementó en 2,7 por ciento favorecido por las mayores cotizaciones en los mercados de *commodities*, mientras que el precio de importaciones disminuyó en 5,1 por ciento como resultado de la desaceleración de la demanda internacional de petróleo.

A enero de 2021, la información de balanza comercial registra un resultado acumulado a doce meses de US\$ 8 453 millones, manteniendo la tendencia al alza observada desde julio de 2020.

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

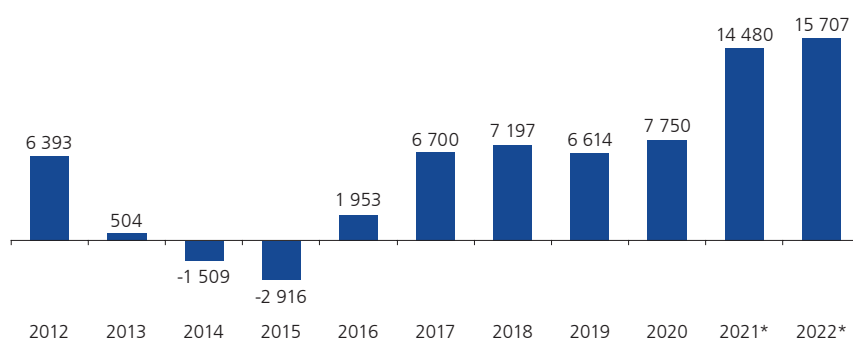


Con esta evolución se proyecta que la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 14 480 millones en **2021**, superior en US\$ 6 731 millones al observado en el año previo, sustentado en precios promedio de exportación más altos, principalmente de productos tradicionales mineros. Para **2022**, el superávit comercial ascendería a US\$ 15 707 millones, moderando su crecimiento respecto al proyectado para 2021 y con incrementos tanto en los volúmenes de exportación como de importación. Los mayores volúmenes exportados se explican por la recuperación de la producción

primaria y las condiciones favorables de la actividad económica de nuestros socios comerciales; mientras que la aceleración esperada de la demanda interna impulsará el volumen de importaciones.

Respecto al Reporte previo, la revisión al alza del superávit comercial refleja el incremento de los términos de intercambio, debido principalmente al aumento de la cotización internacional del cobre a máximos de 10 años.

Gráfico 27
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



* Proyección.

16. Las **exportaciones** sumaron US\$ 42 413 millones en 2020, cifra inferior en US\$ 5 275 millones (-11,1 por ciento) a la registrada en 2019. Este resultado estuvo determinado por la reducción del valor de los productos tradicionales y no tradicionales exportados. Si bien se registró una caída generalizada en los volúmenes de exportación, el incremento promedio de las exportaciones tradicionales, particularmente de metales como cobre y oro; limitó parcialmente la caída del valor exportado.

Para **2021**, el valor de las exportaciones mejoraría principalmente por los mayores precios de productos tradicionales mineros, en un contexto de mayor operatividad del comercio internacional que favorecería la demanda por nuestras exportaciones. La proyección actual para 2021 es mayor a la del Reporte previo debido al aumento reciente de los precios de los principales metales exportados.

En **2022** se esperaría un crecimiento más acotado de los volúmenes exportados, en un escenario de recuperación de la producción interna, una vez superada la mayor parte del impacto negativo del COVID-19.

17. Las **importaciones** sumaron US\$ 34 663 millones en 2020, monto inferior en US\$ 6 411 millones (-15,6 por ciento) al registrado en 2019. Esta evolución se explica principalmente por los menores precios y volúmenes importados de bienes de consumo, insumos y bienes de capital, explicado por la contracción de la demanda interna y reducción significativa de la cotización del petróleo a niveles mínimos históricos.





La recuperación del valor de las importaciones en **2021** se explica principalmente por el incremento del precio del petróleo y, en menor magnitud, por mayores precios de los granos. En esa línea, para **2022**, con la proyección estimada de recuperación de la demanda interna, se esperaría mayores volúmenes de importación, respecto a lo esperado en el Reporte anterior.

Cuadro 13
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
1. Valor:					
Exportaciones	-11,1	23,6	32,3	5,7	5,9
<i>Productos tradicionales</i>	-12,9	27,5	39,8	4,7	5,0
<i>Productos no tradicionales</i>	-6,5	15,5	15,7	8,1	7,8
Importaciones	-15,6	13,1	20,1	6,4	5,0
2. Volumen:					
Exportaciones	-13,4	13,2	12,3	4,7	5,4
<i>Productos tradicionales</i>	-17,7	14,1	12,9	4,4	5,7
<i>Productos no tradicionales</i>	-1,5	11,9	11,4	5,3	5,0
Importaciones	-11,1	8,9	8,5	5,5	6,7
3. Precio:					
Exportaciones	2,7	9,3	17,8	1,0	0,5
<i>Productos tradicionales</i>	5,9	11,7	23,8	0,3	-0,7
<i>Productos no tradicionales</i>	-5,1	3,2	3,9	2,7	2,6
Importaciones	-5,1	3,8	10,7	0,9	-1,7

* Proyección.

Términos de intercambio

18. Los términos de intercambio registraron un incremento promedio de 8,2 por ciento en 2020, impulsados por los valores máximos que alcanzó la cotización del cobre tras el avance de la vacunación contra el COVID-19 y las mejores perspectivas de recuperación económica mundial.

Para 2021 se registraría la misma tendencia de los términos de intercambio y se revisa al alza (6,4 por ciento) respecto al Reporte previo (5,3 por ciento). Esta revisión obedece al mayor incremento de los precios de exportación de metales como cobre, zinc y plomo, que compensarían la corrección al alza en los precios de importación, particularmente petróleo y, en menor medida, trigo y maíz.

El precio del cobre alcanzó nuevos máximos no observados desde 2011, ante una mayor demanda proveniente de China, reflejo de una rápida recuperación de su actividad. La proyección actual incorpora una corrección al alza respecto al precio promedio del cobre previsto en el Reporte previo, de US\$/lb 3,3 a US\$/lb 3,9. Por

su parte, la recuperación del precio del petróleo sería superior a la esperada en diciembre y se ubicaría en US\$/b 58, mayor en 46 por ciento a la registrada en 2020, por el incremento de la demanda mundial de crudo.

El ritmo de crecimiento de los términos de intercambio se estabilizaría en 2022 con una tasa de expansión de 2,2 por ciento. La extensión del ciclo positivo de los *commodities* sustenta una cotización del cobre similar a la que se registraría en 2021. Asimismo, se incorpora una ligera corrección a la baja, aunque manteniendo la misma tendencia alcista, en los precios de los alimentos al final del horizonte de proyección, en un escenario de mayores expectativas de inflación externa tras la prolongación de los estímulos monetarios y fiscales a nivel global. Con esta evolución, se acumularían tres años consecutivos de incremento en los términos de intercambio.

Gráfico 28
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual acumulada 12 meses)

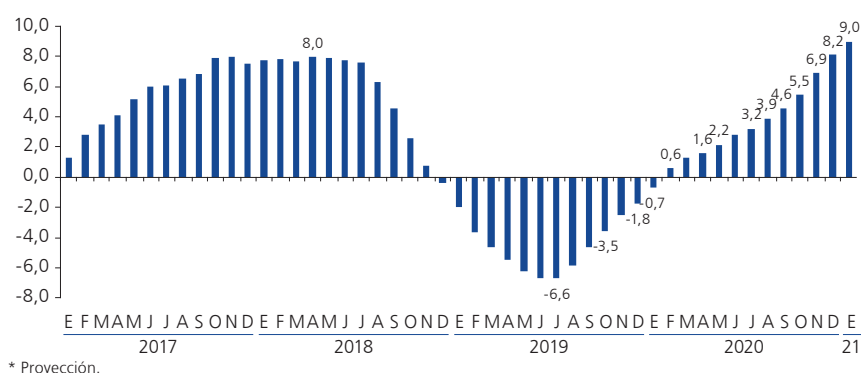
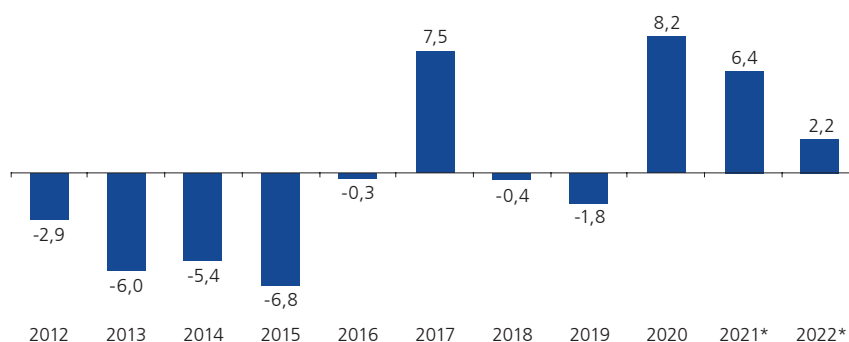


Gráfico 29
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2022
(Variación porcentual promedio anual)





Cuadro 14
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2020-2022

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
Términos de intercambio					
Var % anual (promedio)	8,2	5,3	6,4	0,1	2,2
Precios de Exportaciones					
Var % anual (promedio)	2,7	9,3	17,8	1,0	0,5
Cobre (ctv US\$ por libra)	280	329	390	329	390
Zinc (ctv US\$ por libra)	103	123	127	124	129
Plomo (ctv US\$ por libra)	83	90	95	91	97
Oro (US\$ por onza)	1770	1850	1801	1873	1798
Precios de Importaciones					
Var % anual (promedio)	-5,1	3,8	10,7	0,9	-1,7
Petróleo (US\$ por barril)	40	43	58	44	54
Trigo (US\$ por TM)	186	209	237	211	232
Maíz (US\$ por TM)	137	165	202	159	180

* Proyección.

Financiamiento externo

19. La **cuenta financiera privada** en 2020 sumó un financiamiento externo de US\$ 543 millones, inferior en US\$ 4 970 millones al de 2019, debido a la menor inversión directa y de cartera en el país, así como a los menores desembolsos de préstamos, en línea con el menor dinamismo de la inversión privada, la mayor incertidumbre asociada al COVID-19 y la mayor preferencia por financiamiento doméstico. Por el lado de los activos, se registró también una entrada de recursos por las ventas de activos de cartera en el exterior, principalmente de las AFP, para atender los retiros de sus afiliados. Por su parte, el flujo de **capitales de corto plazo** fue negativo en US\$ 839 millones en 2020, en comparación a la entrada por US\$ 618 millones registrada en 2019, debido a los mayores activos en el exterior del sector no financiero y de la banca.

El entorno internacional de 2021 estaría determinado por la continuidad de las políticas fiscal y monetaria expansivas, que llevaron a un incremento de la liquidez y un ciclo de bajas tasas de interés. A esta coyuntura se le suma la recuperación de la actividad y el impulso de los términos de intercambio, que implicarían mayores utilidades, por lo que se revisa el **financiamiento externo del sector privado** al alza en 2021 asociado a mayor Inversión Extranjera Directa (IDE) en el país.

Este Reporte considera un escenario de reducción de los riesgos en torno al impacto negativo en la economía global de la crisis del COVID-19, debido al inicio del proceso de vacunación y las menores tensiones políticas tras el resultado electoral en Estados Unidos, lo que incrementaría el optimismo e impulsaría la demanda por activos riesgosos de economías emergentes. Sin embargo, a pesar de esta reducción en la incertidumbre global, el menor diferencial de tasas de interés entre las economías emergentes y desarrolladas implicaría una recuperación gradual de la inversión de cartera en el país hacia 2022. En este escenario de mayor preferencia por el financiamiento interno y en moneda local, aunado a la evolución de la inversión, se espera que las amortizaciones netas de largo plazo se mantengan altas en el horizonte de proyección.

De esta manera, los capitales de largo plazo se mantendrían como una de las principales fuentes de financiamiento de la balanza de pagos en el horizonte de proyección, principalmente con mayor inversión de cartera neta en activos públicos principalmente en el primer trimestre de 2021. La IDE mostraría una evolución positiva en línea con las utilidades y la inversión interna. En el horizonte de proyección, se considera la inversión minera con los proyectos Mina Justa y Ampliación de Toromocho. Asimismo, destacan las inversiones en infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, la ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez, el Terminal Portuario San Martín y el Muelle Norte del Callao, entre otros. Hacia 2022, se esperaría la culminación del proyecto Quellaveco y el inicio de Yanacocha Sulfuros.

Cuadro 15
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
SECTOR PRIVADO (A + B)	-4 404	-2 942	-3 149	-1 267	-861
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,2	-1,3	-1,4	-0,5	-0,3
A. LARGO PLAZO	543	-2 942	-2 849	-1 267	-896
1. ACTIVOS	319	-2 800	-3 116	-3 736	-4 022
2. PASIVOS	224	-142	266	2 470	3 126
Inversión directa extranjera en el país	3 141	2 738	3 863	4 909	4 059
Préstamos de Largo Plazo	-3 377	-2 843	-3 087	-2 939	-2 802
Inversión de cartera	459	-37	-509	500	1 869
B. CORTO PLAZO^{1/}	-4 946	0	-299	0	35

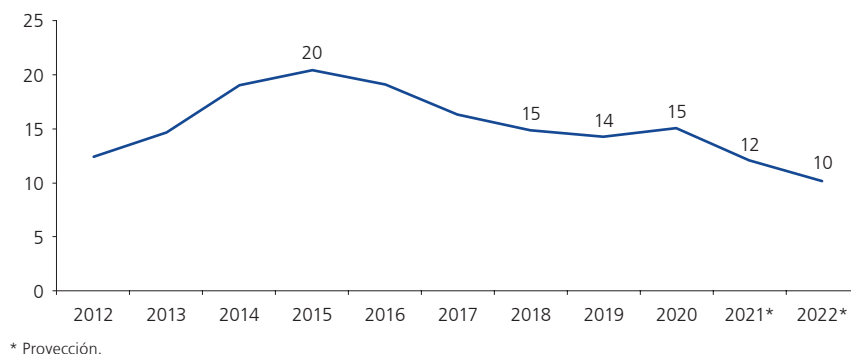
1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN.

* Proyección.





Gráfico 30
**SALDO DE DEUDA EXTERNA PRIVADA
 DE MEDIANO Y LARGO PLAZO: 2012 - 2022**
 (Porcentaje del PBI)



20. La **cuenta financiera pública** fue positiva en US\$ 9 808 millones en 2020, producto de emisiones de bonos globales por un total de US\$ 7 000 millones, utilización de líneas de créditos con organismos internacionales para financiar el mayor gasto asociado a la emergencia sanitaria por US\$ 2 134 millones y las mayores compras de bonos soberanos de no residentes que ascendieron a US\$ 1 565 millones, particularmente las realizadas durante el tercer trimestre del año.

La cuenta financiera pública de 2021 ha sido revisada al alza debido a las emisiones de bonos globales. Hacia el segundo semestre de 2021, luego del proceso electoral, se esperaría una mayor participación de inversionistas no residentes en las compras de activos soberanos en un entorno de condiciones monetarias globales laxas. Hacia el cierre del horizonte de proyección, se esperan menores requerimientos de financiamiento externo en línea con la reversión gradual de la política fiscal expansiva, ante un escenario global de menor incertidumbre y mayor crecimiento de la actividad mundial, luego de superado el choque de oferta del COVID-19.

Cuadro 16
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO
 (Millones de US\$)

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
I. Desembolsos ^{1/}	9 977	2 054	8 137	710	710
II. Amortización	-935	-551	-550	-908	-908
III. Activos externos netos	-291	-140	-113	-140	-140
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	1 057	3 797	370	2 567	2 067
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 565	3 797	720	2 567	2 067
b. Bonos globales adquiridos por residentes	508	0	350	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	9 808	5 161	7 845	2 230	1 729

1/ Incluye bonos.

* Proyección.

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

Cuadro 17
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

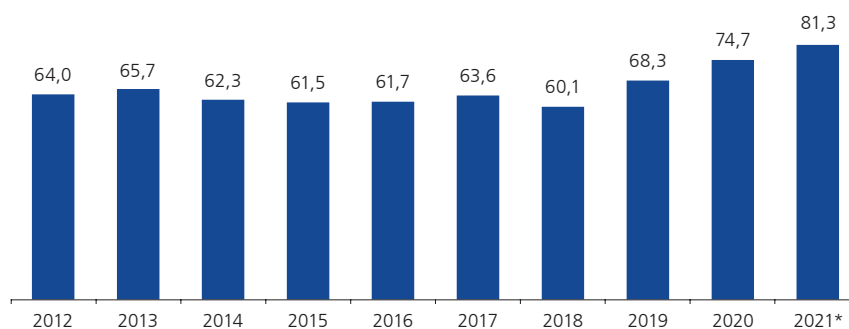
	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*
Reservas Internacionales como porcentaje de:						
a. PBI	29,7	26,7	29,6	36,7	34,9	32,5
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	405	347	501	545	573	579
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	344	285	398	587	574	585

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

* Proyección.

22. Al 15 de marzo, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han aumentado US\$ 6 568 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 81 275 millones. Este incremento se explica por el alza en US\$ 3 489 millones de los depósitos en moneda extranjera del sistema financiero en el BCRP y el incremento de los depósitos del sector público en US\$ 3 550 millones.

Gráfico 31
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2012 - 2021
(Miles de millones de US\$)

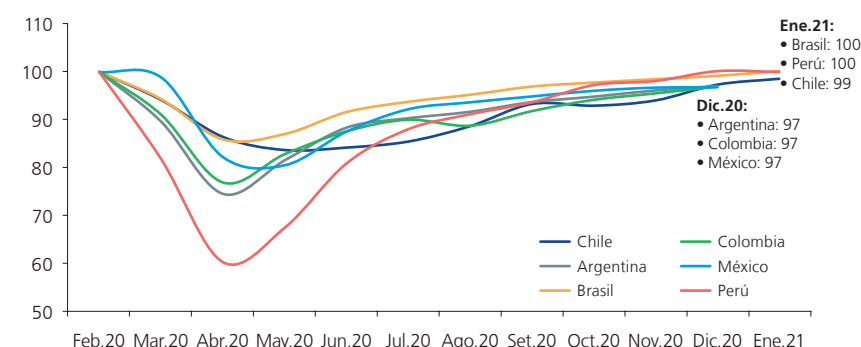


* Al 15 de marzo.



24. Como resultado de lo antes mencionado, la actividad económica de Perú se contrajo a una tasa más elevada que la de sus pares de la región en el segundo trimestre de 2020 y luego registró una recuperación relativamente rápida en comparación con otros países. Así, el índice del PBI en términos desestacionalizados de enero se mantuvo inalterado respecto al nivel previo a la pandemia, con lo cual la actividad se ha recuperado más rápidamente que la de nuestros vecinos de la región.

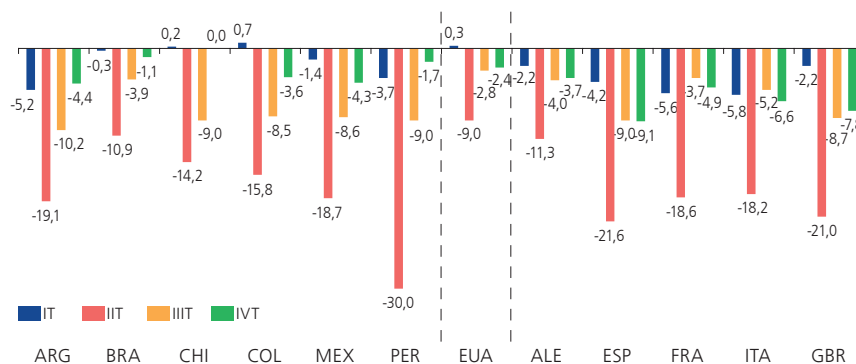
Gráfico 33
REACTIVACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA, 2020
(Índice desestacionalizado del PBI, feb.20 = 100)



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

En términos trimestrales, la economía peruana se ubicó en el último trimestre de 2020 en 1,7 puntos porcentuales por debajo del nivel del mismo periodo de 2019, el mayor ritmo de recuperación después de Chile y Brasil. En la misma línea, las expectativas de diferentes analistas sobre la evolución del PBI en 2020 se corrigieron paulatinamente al alza en los últimos meses del año, revirtiendo el pesimismo registrado a mediados de 2020.

Gráfico 34
REACTIVACIÓN ECONÓMICA GLOBAL, 2020
(Producto Bruto Interno, var. % real anual)

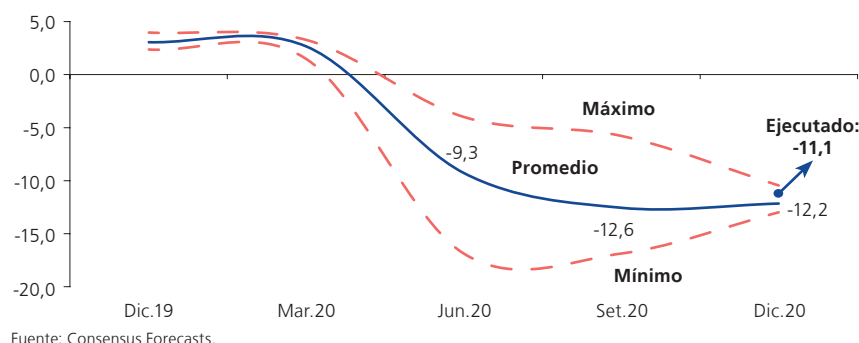


Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.



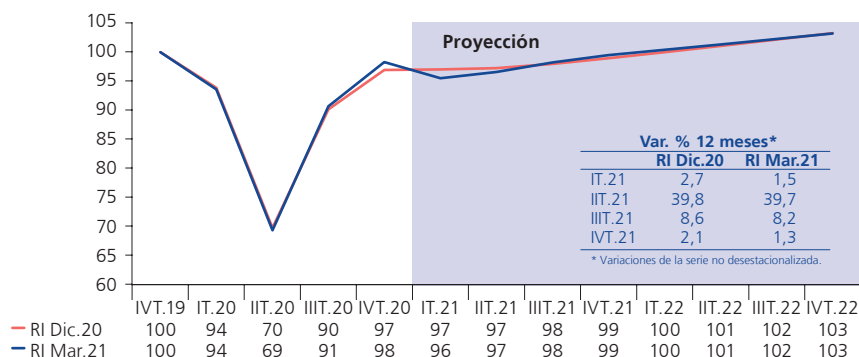


Gráfico 35
CONSENSUS FORECASTS: PROYECCIÓN DEL PBI REAL DE PERÚ, 2020
(Variación % anual)



25. Se adoptaron nuevas medidas sanitarias focalizadas ante una segunda ola de contagios por COVID-19. Así, el 27 de enero se anunció que a partir del último día del mismo mes se iniciaría una nueva cuarentena focalizada en base al número de contagiados y de la disponibilidad de camas UCI en cada región del país, las cuales fueron clasificadas en tres niveles diferentes de riesgo: alto, muy alto y extremo. Esta cuarentena se flexibilizó en la primera quincena de marzo.
26. La actividad económica registraría un incremento de 10,7 por ciento en 2021. Se prevé un menor ritmo de crecimiento de la actividad local con relación al considerado en el Reporte previo, debido a las medidas focalizadas adoptadas recientemente para contener los contagios de la segunda ola y por la recuperación más progresiva de la actividad primaria. Este factor se concentraría en el primer trimestre del año, normalizándose a lo largo del horizonte de proyección, en un entorno de estabilidad macroeconómica y vacunación masiva de la población a partir del segundo semestre de 2021. Así, al cuarto trimestre de 2021 el PBI se mantendría 1,0 por ciento por debajo del nivel previo a la pandemia (cuarto trimestre de 2019).

Gráfico 36
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2022
(Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100)



27. La revisión a la baja del crecimiento de 2021, de 11,5 a 10,7 por ciento, considera una recuperación más lenta de la demanda interna, afectada por una evolución menos favorable de las actividades del sector servicios. En general, el crecimiento del PBI de este año estaría sustentado en la recuperación tanto de los sectores primarios como de los no primarios, en un entorno de estabilidad política y social. Este escenario supone una distribución masiva de vacunas durante 2021, y una tendencia decreciente en el ritmo de contagios en el país.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*		2022*	
		RI Dic.20	RI Mar.20	RI Dic.20	RI Mar.20
PBI primario	-7,7	9,5	7,4	4,6	5,7
Agropecuaria	1,3	2,7	1,8	3,0	3,0
Pesca	2,1	8,5	7,2	4,7	4,7
Minería metálica	-13,5	14,4	11,0	4,8	6,9
Hidrocarburos	-11,0	6,8	6,5	9,0	9,0
Manufactura	-2,6	8,0	6,7	4,8	5,1
PBI no primario	-12,1	12,0	11,7	3,8	4,2
Manufactura	-17,3	16,9	18,1	2,0	2,0
Electricidad y agua	-6,1	7,9	7,5	2,3	2,3
Construcción	-13,9	17,4	17,4	3,8	3,8
Comercio	-16,0	18,4	18,0	3,3	3,3
Servicios	-10,3	9,5	8,9	4,3	4,8
Producto Bruto Interno	-11,1	11,5	10,7	4,0	4,5

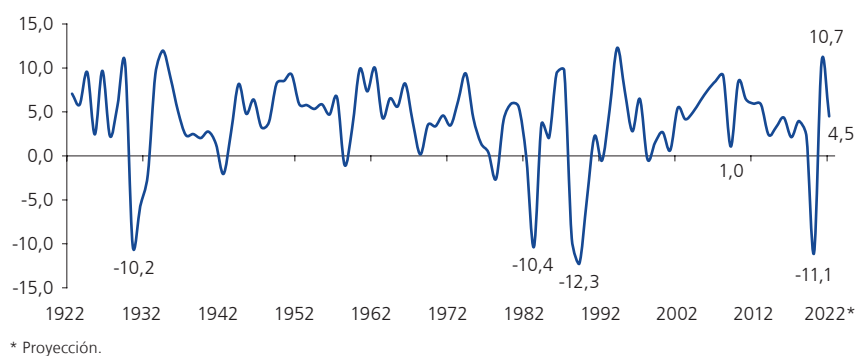
RI: Reporte de Inflación
*Proyección.

En el horizonte de proyección la economía proseguiría con un crecimiento de 4,5 por ciento en 2022. El proceso de vacunación masiva en el segundo semestre de 2021 permitiría una rápida recuperación de la actividad económica en 2022, a través de la normalización de los hábitos de gasto que reactivaría al sector de servicios y generaría una recuperación del empleo. Asimismo, el ahorro privado, que alcanzó un máximo histórico de 24,0 por ciento del PBI en 2020, permitiría financiar la recuperación del consumo privado. Se asume en el horizonte de proyección un escenario con un adecuado ambiente de negocios y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Con este ritmo de recuperación, la actividad económica alcanzaría los niveles previos a la pandemia durante el primer trimestre de 2022. Sin embargo, las actividades económicas relacionadas al turismo y a los restaurantes alcanzarían niveles previos a la crisis en 2023.





Gráfico 37
PBI TOTAL, 1922-2022
(Variación % anual)



- a) El sector **agropecuario** creció 1,3 por ciento en 2020 debido a que mantuvo sus operaciones por estar vinculado a la oferta de productos de primera necesidad, lo que le permitió acumular dieciséis **años de crecimiento continuo**. El crecimiento de 2020 se sustentó en la recuperación de la producción de arroz en el norte, con mejores condiciones climáticas respecto a la campaña anterior, y el ingreso de mayores áreas cosechadas de uva, palta y arándanos. Atenuó este resultado la ralentización de la demanda de carne de ave en el contexto de pandemia.

Se revisa el crecimiento de 2021 de 2,7 a 1,8 por ciento. Esta corrección obedece, por un lado, al menor dinamismo de la actividad avícola, debido a la cuarentena de febrero. La actividad agrícola, por su parte, estaría afectada por la variabilidad climática en la producción de papa (sequía, heladas y exceso de lluvia) y por el déficit hídrico a inicios de la campaña en los productos de la costa norte (arroz, limón, maíz amarillo duro y mango). El impacto de estos factores sobre la producción agrícola se compensaría con expectativas favorables de mayores cosechas de café y cacao, impulsadas por mejoras en sus cotizaciones; y de uva, palta y arándanos, por el incremento de áreas y rendimientos.

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

- b) El sector **pesca** creció 2,1 por ciento en 2020 por mayor captura de anchoveta destinada al consumo industrial (27,6 por ciento). Dicho crecimiento se vio compensado parcialmente por una menor actividad del consumo humano indirecto (-16,1 por ciento), explicada por menor actividad de restaurantes, así como restricciones a la movilidad, sobre todo durante el segundo trimestre de 2020. En el cuarto trimestre el sector **pesca** tuvo un crecimiento de 35,0 por ciento, superior al crecimiento interanual de 11,8 por ciento del trimestre previo, debido a una mayor captura de anchoveta (consumo industrial), tras la cancelación

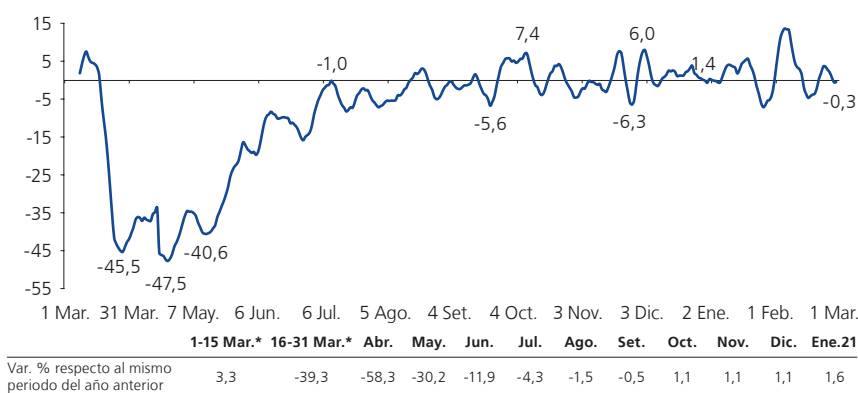
de la segunda temporada de anchoveta zona norte-centro en el mismo mes de 2019. La segunda temporada de pesca de anchoveta zona norte-centro 2020 culminó el 25 de enero, con una captura del 88 por ciento de la cuota.

Se espera un crecimiento de 7,2 por ciento para 2021, así como uno de 4,7 por ciento para 2022 consistente con condiciones climáticas normales y campañas de anchoveta históricamente promedio.

- c) El sector **minería metálica** se contrajo 13,5 por ciento en 2020, por la menor producción de cobre y oro. Respecto al primero, las restricciones impuestas por el gobierno desde el mes de marzo de 2020 impactaron en la extracción de la mayoría de minas. Southern y Chinalco incrementaron su producción, respecto al año previo, debido a los planes de expansión de Toquepala y Toromocho-fase 1, respectivamente. Respecto a la producción de oro, se registró una caída generalizada de la extracción en la mayoría de las empresas de la gran y mediana minería, destacando la menor producción de Yanacocha, Buenaventura y Hochschild. La menor producción de estos dos metales se compensó parcialmente por el incremento de molibdeno, debido a la mayor producción de Toromocho y Southern, relacionado con la mayor producción de cobre; y de Las Bambas, por un proceso para aumentar eficiencias (*debottlenecking process*) realizado entre diciembre de 2019 y febrero de 2020.

La recuperación gradual del sector desde el mes de abril, por el reinicio gradual de las operaciones de la gran minería en el marco de la Fase 1 del plan de reanudación de actividades, se ha reflejado en el consumo de electricidad de las empresas mineras. En junio inició la Fase 2, con lo cual se reanudaron las operaciones de la mediana y pequeña minería formal y en julio, con la Fase 3, se reactivaron el resto de las actividades mineras.

Gráfico 38
DEMANDA DIARIA DE ELECTRICIDAD DE LAS MINERAS
(Var. % 12 meses del promedio móvil 7 días)



Para **2021** se espera que el sector crezca 11,0 por ciento explicado por la mayor producción de la gran y mediana minería y de la entrada en operación de Mina



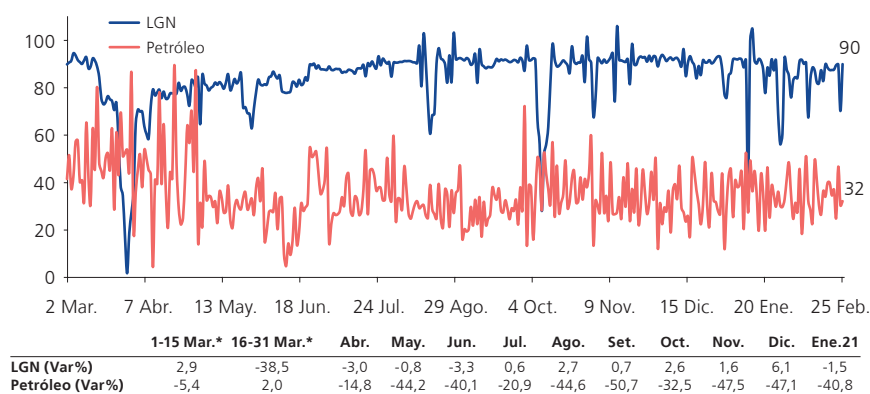


Justa y la ampliación de Toromocho. La corrección en la proyección respecto al Reporte previo se debe a los menores planes de producción anunciados por las principales empresas mineras. Para **2022**, la producción del sector minería metálica se incrementaría 6,9 por ciento por la mayor producción de Toromocho, Mina Justa, Las Bambas (Chalcobamba) y Constanza (Pampacancha), además de la entrada en operación del proyecto de Quellaveco.

- d) La actividad del sector **hidrocarburos** se redujo 11,0 por ciento en **2020**. Este resultado se debe a la menor demanda interna, generada por la cuarentena impuesta en marzo, la paralización de operaciones del Oleoducto Norperuano y conflictos sociales. La producción de petróleo se redujo 24,9 por ciento, asociada a la menor extracción de los lotes ubicados en Loreto, tras la suspensión de labores del Oleoducto Norperuano y la paralización operativa por problemas con las comunidades. La producción de gas natural se redujo 10,4 por ciento, por la menor actividad del lote 88, debido a una menor demanda interna. Asimismo, la producción de líquidos de gas natural se redujo 1,8 por ciento.

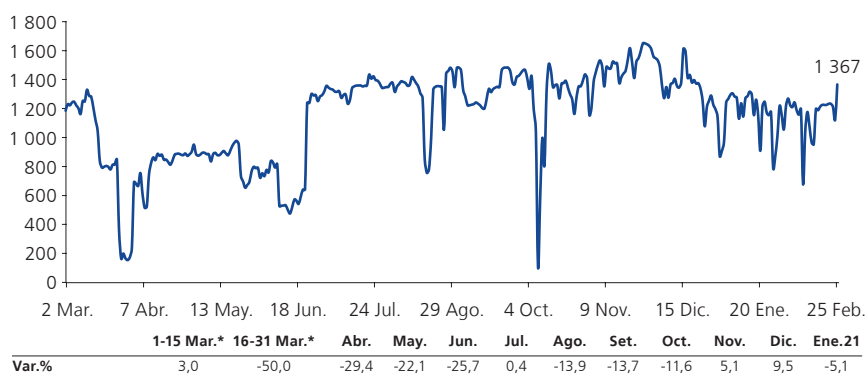
La producción de hidrocarburos durante el estado de emergencia sanitaria se ha mantenido por debajo de sus niveles normales. Petroperú anunció en abril la suspensión del transporte de petróleo por el Oleoducto Norperuano a partir del primero de mayo. La producción de petróleo en el periodo comprendido entre mayo y diciembre se ha ubicado en un promedio de 32 mil barriles diarios (una caída de 41,7 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior), principalmente por la paralización de los lotes 8, 67, 192 y 95. El lote 95 reanudó operaciones a fines de setiembre. Desde entonces hasta el 31 de diciembre, el lote se encuentra produciendo a un ritmo promedio de 6 mil barriles diarios. La producción de noviembre y diciembre se vio afectada por problemas con las comunidades en la estación 5 del Oleoducto Norperuano, con quienes llegaron a un acuerdo el 23 de diciembre.

Gráfico 39
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles)



*Calculado con respecto al promedio mensual del mes.

Gráfico 40
PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL
 (Millones de pies cúbicos diarios)



* Calculado con respecto al promedio mensual del mes.

La producción de gas natural y líquidos de gas natural se ha reducido durante la cuarentena principalmente por la menor actividad en el lote 88 (dirigida al mercado interno). Sin embargo, la producción se ha recuperado de manera progresiva, hasta que en diciembre el sector registró una caída de 10,9 por ciento.

Para **2021** se espera un crecimiento de 6,5 por ciento debido a una recuperación de la demanda interna con respecto al año previo. Para **2022**, se espera que el sector crezca 9,0 por ciento, debido al aumento de la producción de petróleo por la mayor actividad en los lotes ubicados en Loreto.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** acumuló una caída de 2,6 por ciento durante 2020. La caída registrada en el año se debió principalmente a una menor producción de refinados de petróleo por el cierre de la refinería de Talara con miras a su modernización; así como por la menor producción de las otras refinerías por la pandemia, la cual se viene recuperando desde el tercer trimestre. Esta caída fue parcialmente compensada por el incremento de la producción de harina de pescado, que estuvo en línea con las mayores capturas de anchoveta, en el marco de la primera temporada de pesca de la zona norte-centro.

Se estima un crecimiento del subsector de 6,7 por ciento en **2021** favorecido por la reapertura de la refinería de Talara, mayor producción de harina de pescado y por la recuperación gradual de las ramas afectadas por la paralización de actividades. Se espera un crecimiento de 5,1 por ciento en **2022**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** cayó 17,3 por ciento en 2020. Esta contracción en la actividad se debió a la menor producción de bienes





orientados a la inversión y al mercado externo. Dentro de los primeros destacaron las variaciones negativas de maquinaria y equipo, materiales de construcción, maquinaria eléctrica, y las prendas de vestir dentro de los bienes para el mercado externo. Sin embargo, en los bienes de consumo el impacto fue menor, dado que se permitió la operación de actividades esenciales, lo cual mitigó el impacto de la pandemia en la producción de dichos bienes. Dentro los bienes de consumo, resaltan variaciones positivas de bebidas alcohólicas, muebles, productos de tocador y limpieza, y productos farmacéuticos.

La recuperación de la manufactura no primaria proseguiría en **2021**, con un incremento de 18,1 por ciento, aunque aún no se restablecerían los niveles previos a la pandemia. Se proyecta un crecimiento de 2,0 por ciento en **2022**.

- g) El **sector construcción** se redujo 13,9 por ciento en 2020 debido principalmente a la caída de 66,1 por ciento registrada en el segundo trimestre, producto de la paralización de actividades no esenciales. A partir del tercer trimestre, la recuperación progresiva del sector construcción respondió principalmente a la autoconstrucción por cambios en los hábitos de gasto de la población durante la pandemia, al destinar mayor porcentaje de sus ingresos a mejoras y reparaciones del hogar. La actividad del sector construcción en su conjunto se reflejó en el consumo interno de cemento, el cual disminuyó 13,0 por ciento durante 2020.

Para 2021, se prevé que continúe la recuperación del sector construcción, con lo cual crecería 17,4 por ciento, impulsado por una mayor inversión pública y privada. En esa misma línea, se prevé que en 2022 la actividad del sector construcción aumente 3,8 por ciento.

- h) La actividad del sector **comercio** en 2020 se redujo 16,0 por ciento por las menores ventas al por mayor, por menor y de vehículos automotores; mostrando una recuperación desde el tercer trimestre por la implementación del plan de reanudación de actividades.

Para **2021** se espera que el sector crezca 18,0 por ciento por una mayor demanda interna y una recuperación gradual de la venta de vehículos impulsado por el desarrollo del comercio electrónico. De igual manera, se espera que en 2022 la actividad del sector se incremente 3,3 por ciento.

- i) El sector **servicios** se redujo 10,3 por ciento en **2020**, debido al menor dinamismo en las ramas de (i) alojamiento y restaurantes (-50,5 por ciento), actividades más afectadas debido a la paralización del sector turismo y al alto grado de interacción entre personas que requiere el sector, (ii) transporte

y almacenamiento (-26,8 por ciento), y (iii) servicios prestados a empresas (-19,7 por ciento).

Para **2021**, el alto grado de interacción personal que gran parte del sector requiere dificultaría su recuperación, en especial durante el primer trimestre por las medidas sanitarias focalizadas, por ello se espera que el sector no alcance los niveles de 2019 y registre un crecimiento de 8,9 por ciento en el año. Esta proyección toma en cuenta un impacto de la pandemia más prolongado sobre las ramas ligadas al turismo, como transporte, restaurantes y alojamiento, respecto a los demás subsectores. En **2022** se espera un crecimiento de 4,8 por ciento.

PBI gasto

28. La interrupción de actividades y la inmovilización decretada por el Gobierno en marzo de 2020 conllevó un deterioro del mercado laboral, pospuso proyectos de inversión y restringió gran parte del acceso a bienes y servicios. La menor actividad local se tradujo en menores envíos al exterior y las expectativas de los agentes pasaron a terreno pesimista debido al avance de los contagios a nivel local y global.

Hacia mitad de año, con la reanudación de la producción y la flexibilización de muchas de las medidas sanitarias, la demanda interna empezó un proceso gradual de recuperación. Así, desde junio se observó una reversión en los indicadores del mercado laboral, mejores expectativas acerca del futuro de la economía y una reanudación de proyectos de inversión. Asimismo, los envíos al exterior se reanudaron a la par con la recuperación de la actividad local y global. Con ello, el PBI de 2020 registró una caída de 11,1 por ciento respecto a 2019, ritmo de contracción no observado desde 1989 (-12,3 por ciento).

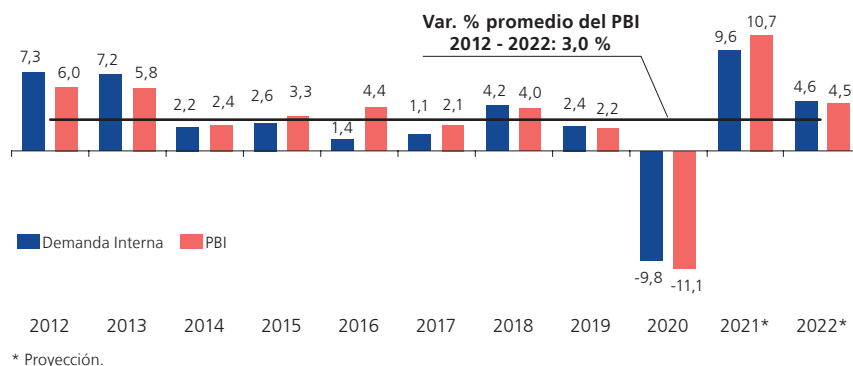
Para el horizonte de proyección se espera que la actividad recupere gradualmente su nivel previo a la crisis impulsado por el efecto positivo de los estímulos fiscales y monetarios sobre el gasto privado, una mayor ejecución de proyectos de inversión, mejores condiciones del mercado laboral, el aumento de la confianza de consumidores y empresas, así como por la recuperación de la demanda externa y de los términos de intercambio. Esta proyección asume un escenario de estabilidad macroeconómica y la vacunación masiva de la población objetivo durante el segundo semestre de 2021.

El ritmo de recuperación de la actividad económica de 2021 sería más lento que el esperado en el Reporte previo, explicado por las nuevas restricciones focalizadas para enfrentar la segunda ola de casos por COVID-19 y su impacto negativo sobre la dinámica de las ventas durante el primer trimestre del año. Consecuentemente, se ha revisado el crecimiento de 2021 de 11,5 por ciento a 10,7 por ciento, y el de 2022 de 4,0 a 4,5 por ciento.





Gráfico 41
DEMANDA INTERNA Y PBI: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



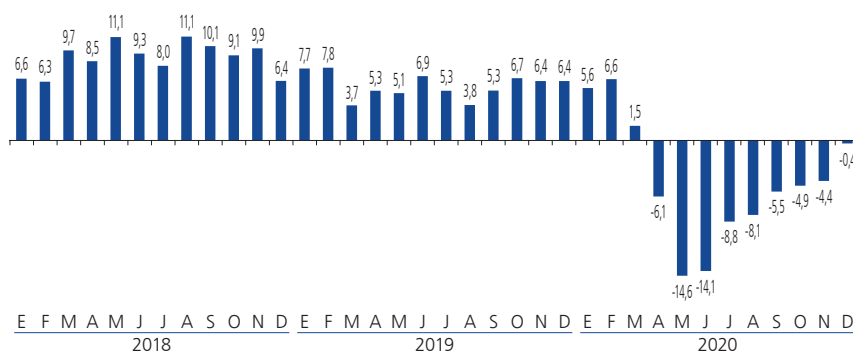
Cuadro 19
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

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

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

29. Los indicadores del **consumo privado**, específicamente los relacionados al mercado laboral, han mostrado una evolución consistente con la reapertura gradual de la economía. No obstante, las expectativas de los hogares se han visto afectadas por las nuevas medidas de aislamiento social implementadas en febrero en las zonas de alerta extrema.
- a) La masa salarial del sector formal, que se obtiene a partir del universo de empresas formales, continuó registrando menores tasas de contracción desde junio, disminuyendo 0,4 por ciento en diciembre. Esto se sustenta en el incremento de la remuneración promedio de los trabajadores, y por la recuperación de los puestos de trabajo.

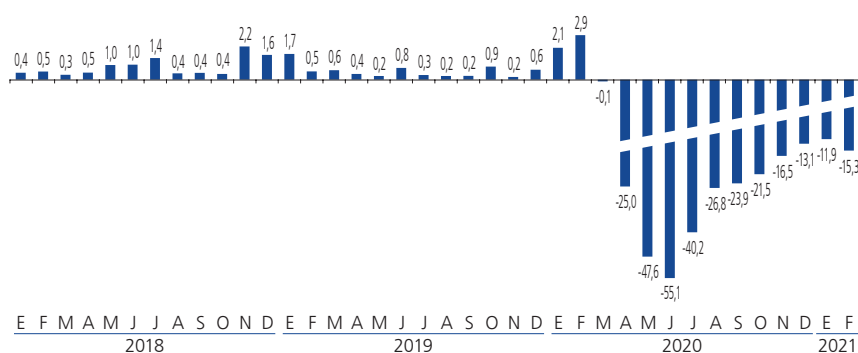
Gráfico 42
MASA SALARIAL FORMAL
 (Variación porcentual nominal interanual)



Fuente: SUNAT-Planilla electrónica.

- b) De manera consistente con la reapertura gradual de la economía, la tasa de caída de la población ocupada de Lima Metropolitana, de acuerdo a la Encuesta Permanente de Empleo, se redujo progresivamente desde junio hasta enero. No obstante, las nuevas restricciones para combatir la segunda ola de casos por COVID-19 generó que el ritmo de contracción pase a -15,3 por ciento en el trimestre móvil a febrero, una pérdida cercana a 762 mil puestos laborales respecto al mismo periodo del año previo.

Gráfico 43
PEA OCUPADA DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
 (Variación porcentual interanual)



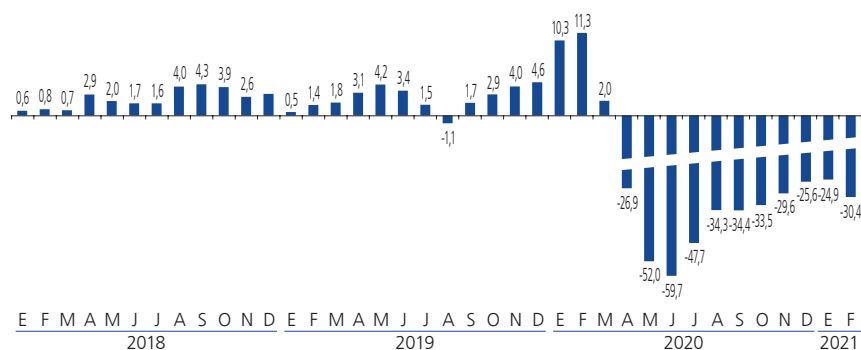
Fuente: INEI.

- c) La menor cantidad de puestos laborales y la disminución de los ingresos respecto al año previo llevaron a que la masa salarial nominal de Lima Metropolitana se contrajera en 30,4 por ciento interanual en el trimestre



móvil a febrero. De forma similar a la población ocupada, la tasa de caída de la masa salarial se ha agudizado en el último mes como resultado de las nuevas medidas de contención para enfrentar la pandemia.

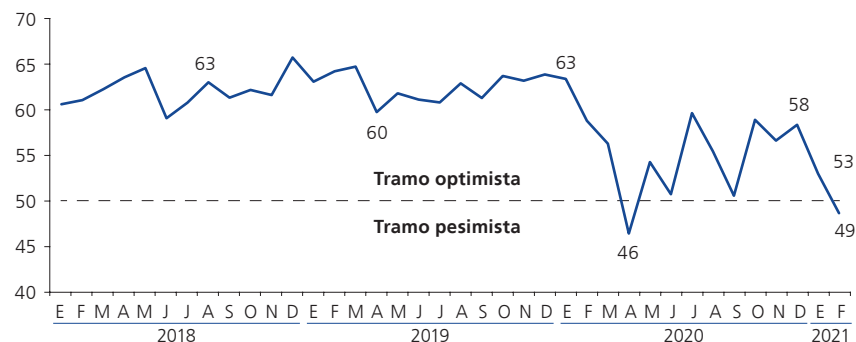
Gráfico 44
MASA SALARIAL DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
(Variación porcentual interanual)



Fuente: INEI.

- d) La confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar para los próximos 12 meses, disminuyó por segundo mes consecutivo y se ubicó en el tramo pesimista ante las nuevas medidas focalizadas para la contención de la segunda ola de contagios, lo cual no se observaba desde abril de 2020.

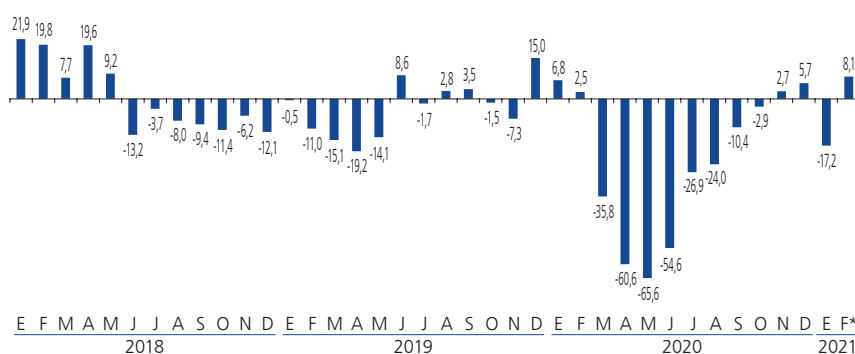
Gráfico 45
EXPECTATIVA DE SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR A 12 MESES
INDICCA, LIMA METROPOLITANA
(Índice de difusión)



Fuente: Apoyo.

- e) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero se habría recuperado en febrero (8,1 por ciento), luego de contraerse 17,2 por ciento en enero.

Gráfico 46
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
 (Variación porcentual interanual)

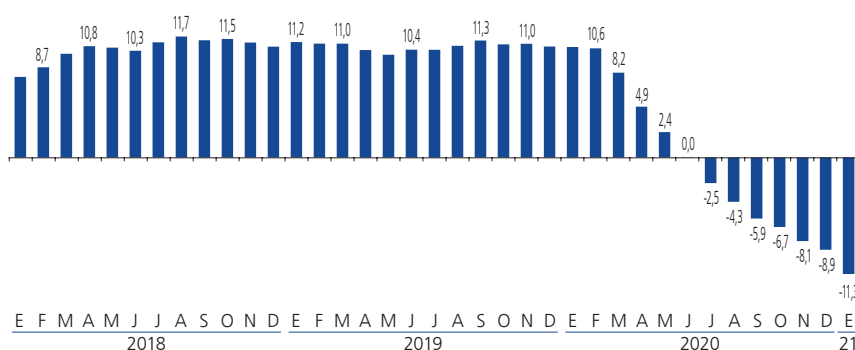


* Preliminar.

Fuente: SUNAT – Aduanas.

- f) El crédito real de consumo continuó su ritmo de contracción y disminuyó 11,3 por ciento en enero. Esta caída se debe al menor uso de tarjetas de crédito y a la reducción de préstamos vehiculares.

Gráfico 47
CRÉDITO REAL DE CONSUMO
 (Variación porcentual interanual)



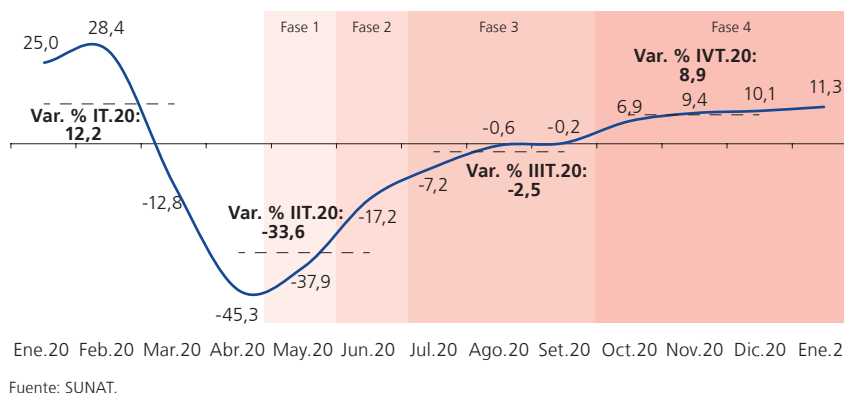
Fuente: BCRP.

- g) El valor en términos reales de los comprobantes electrónicos del sector comercio y servicios, indicador de alta frecuencia del consumo privado, continuó acelerando su ritmo de crecimiento en enero, con lo cual se registró un incremento de 11,3 por ciento. La reapertura de la mayoría de sectores, junto a los estímulos implementados por el gobierno, han logrado que las ventas de los sectores ligados al consumo privado registren tasas de crecimiento positivas a partir de setiembre.



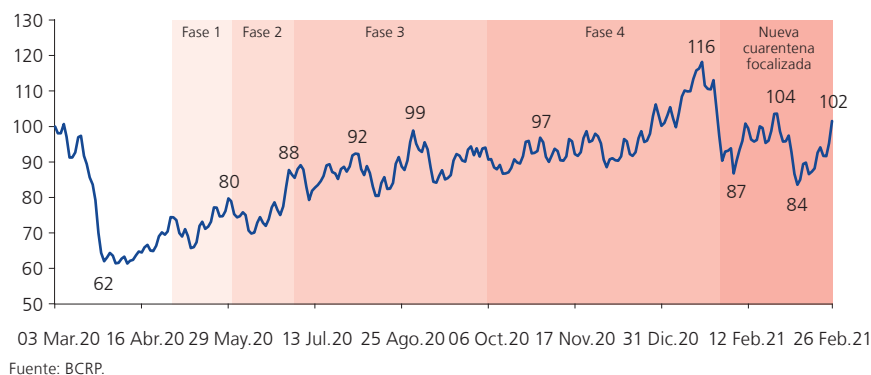


Gráfico 48
COMPROBANTES ELECTRÓNICOS DEL SECTOR COMERCIO Y SERVICIOS
(Variación porcentual real anual)



- h) El número de transacciones de clientes realizadas en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) alcanzó sus niveles más altos cerca de la quincena de enero, comparado a los niveles registrados desde el inicio de la pandemia. No obstante, a partir de febrero se ha observado un descenso debido a las nuevas medidas de aislamiento social. Con ello, al último día de febrero de 2021 el indicador se encuentra 2,0 por ciento por encima de los niveles registrados a inicios de marzo de 2020.

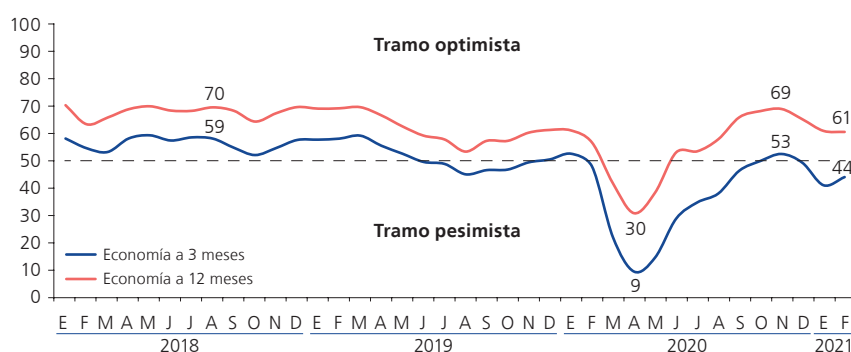
Gráfico 49
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE CLIENTES EN EL LBTR
(Promedio móvil 7 días, índice 100 = 3 de marzo)



30. La mayoría de indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada se han deteriorado en los dos últimos meses, luego de haber registrado una evolución favorable iniciada en mayo del año pasado. Esto ante la incertidumbre por la segunda ola de contagios por COVID-19 y las nuevas medidas implementadas por el Gobierno para enfrentar la pandemia.

- a) En el contexto de la segunda ola de contagios por COVID-19 y de la nueva cuarentena focalizada en febrero, las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía se debilitaron entre diciembre y enero, con lo cual las expectativas a 3 meses regresaron al tramo pesimista. No obstante, el anuncio de la flexibilización de restricciones ha permitido una ligera recuperación del indicador a 3 meses en febrero, mientras que el indicador a 12 meses se mantuvo prácticamente inalterado.

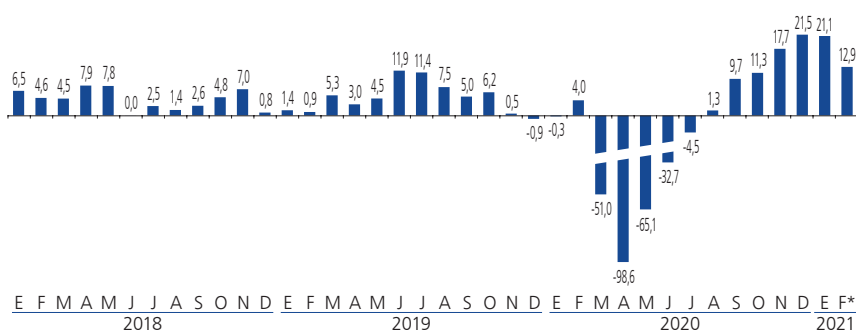
Gráfico 50
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
(Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

- b) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, continuó creciendo a un ritmo elevado durante los últimos meses. Así, en diciembre mostró una tasa de crecimiento de 21,5 por ciento -la más alta desde abril de 2013 (24,4 por ciento)-, mientras que en enero se incrementó 21,1 por ciento. Esta tasa de expansión se habría moderado en febrero, con un crecimiento de 12,9 por ciento. Este comportamiento se explica, en parte, por la mayor asignación de gastos del hogar a la construcción.

Gráfico 51
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO
(Variación porcentual interanual)



* Preliminar.

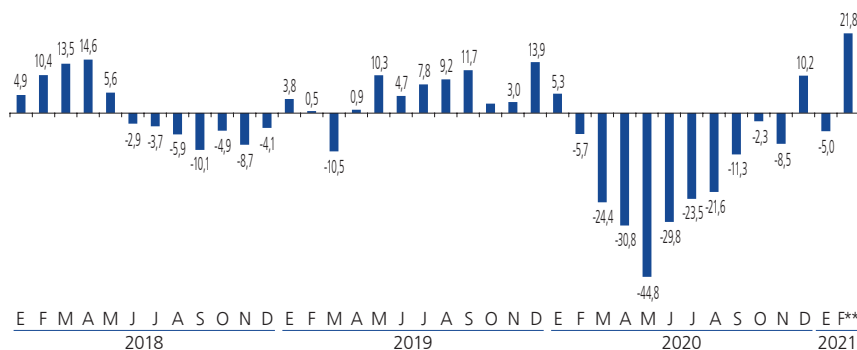
Fuente: empresas cementeras.





- c) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, habría aumentado 21,8 por ciento en febrero.

Gráfico 52
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL*
(Variación porcentual interanual)



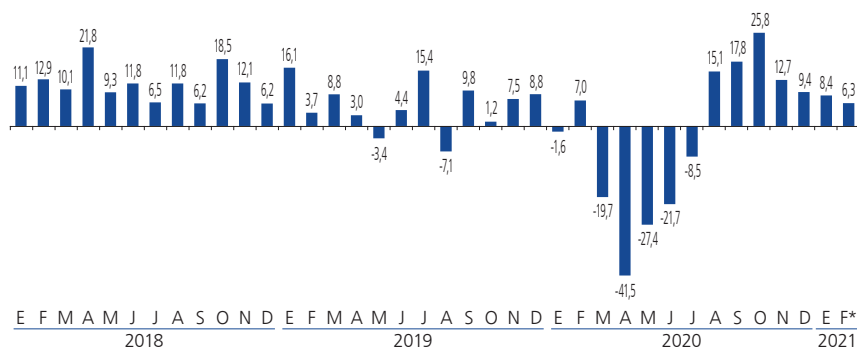
* Excluye materiales de construcción y celulares.

** Preliminar.

Fuente: SUNAT-Aduanas.

31. El volumen de exportaciones no tradicionales continuó con un crecimiento sostenido y habría registrado una tasa de expansión de 6,3 por ciento en febrero. Este incremento se debe a los mayores envíos de productos agropecuarios, pesqueros, químicos, textiles y de minería no metálica.

Gráfico 53
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Variación porcentual interanual)



* Preliminar.

Fuente: SUNAT-Aduanas.

32. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con los acontecimientos económicos de los primeros meses del año. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los agentes proyectan una recuperación entre 4,1 y 8,9 por ciento para el presente año, y un crecimiento estable entre 4,0 y 4,3 por ciento para 2022.

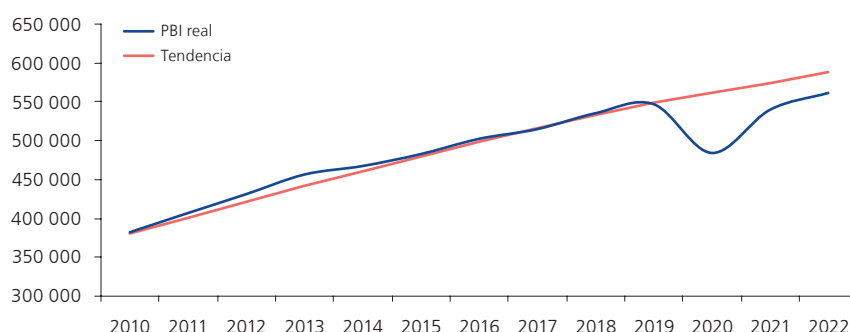
Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales)

	RI Set.20	RI Dic.20	RI Mar.21*
Sistema Financiero			
2021	8,0	9,0	8,8
2022	-	4,0	4,2
Analistas Económicos			
2021	8,0	9,0	8,9
2022	-	4,5	4,3
Empresas No Financieras			
2021	3,8	4,0	4,1
2022	-	4,0	4,0

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

33. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI observado y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque de COVID-19, sería negativa en 6,5 por ciento para 2021, recuperándose parcialmente respecto al año anterior. Este resultado incorpora la mayor acumulación de capital originada por el incremento de 15,5 por ciento de la inversión privada y 15,0 por ciento de la inversión pública, que explicarían 2,7 y 0,6 puntos porcentuales del crecimiento del PBI de 2021, respectivamente. Asimismo, a medida que se flexibilice el cumplimiento de protocolos sanitarios la producción continuará recuperándose. Sin embargo, esto se dará bajo menores niveles de productividad tras la reasignación de capital humano de los sectores afectados por la pandemia a otros sectores, por la falta de experiencia y habilidades que necesitan para sus nuevos puestos laborales. Adicionalmente, el ritmo de crecimiento de la acumulación de capital sería limitado por el deterioro en promedio de los balances financieros de las empresas.

Gráfico 54
PBI REAL Y TENDENCIA*
 (Millones de soles de 2007)

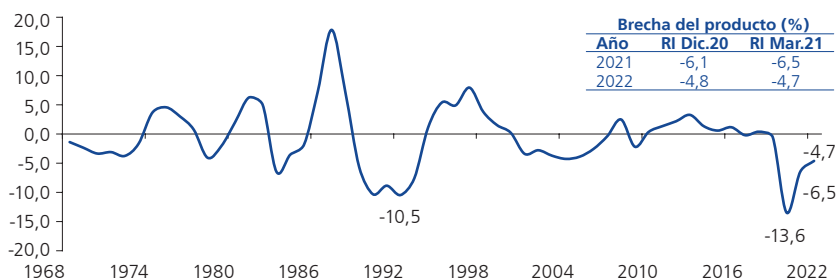


* La tendencia de largo plazo del PBI se calcula usando un filtro Hodrick – Prescott en frecuencia anual.





Gráfico 55
BRECHA DEL PRODUCTO*
(En porcentaje del PBI tendencial)



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

34. El **consumo privado** de 2020 disminuyó 8,7 por ciento explicado por el deterioro del mercado laboral, por las restricciones al acceso a ciertos bienes y servicios, y por la menor confianza del consumidor respecto a niveles previos a la crisis. Asimismo, como resultado de la nueva cuarentena focalizada, el ritmo de recuperación del consumo privado se debilitaría en el primer trimestre de 2021, amortiguado ligeramente por el otorgamiento del Bono 600 a las familias más afectadas por la pandemia.

Para los siguientes trimestres del año se espera que el gasto de las familias retome su ritmo de recuperación, impulsado por las mejores condiciones del mercado laboral, un mayor acceso a bienes y servicios que anteriormente estaban restringidos, y por mejores expectativas de los hogares sobre la economía futura. Además, se espera que las familias retomen sus hábitos de gasto previos a la pandemia a medida que avance el proceso de vacunación, apoyado en el fuerte incremento del ahorro privado registrado el año previo. De esta manera, el consumo privado promediaría un crecimiento de 8,5 por ciento en 2021.

Se estima un crecimiento del consumo privado de 4,8 por ciento en 2022, en un contexto de mejores términos de intercambio y de recuperación del mercado laboral, la normalización de la actividad económica, y un favorable ambiente de negocios que impulse la inversión y el empleo.

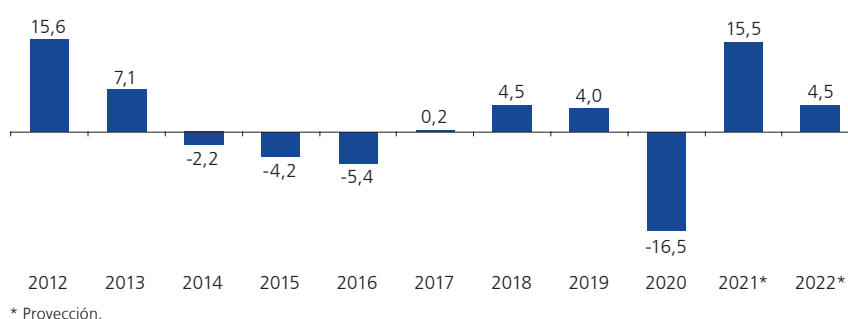
35. La **inversión privada** cayó 16,5 por ciento en 2020 debido, principalmente, a la paralización de diferentes proyectos de inversión durante el primer semestre, y por el colapso de la confianza empresarial debido a la emergencia sanitaria. Sin embargo, en el segundo semestre del año se observó una evolución mejor que la esperada, ligada a la actividad del sector construcción.

Las nuevas medidas de contención durante el primer trimestre de 2021 habrían paralizado parcialmente el avance de algunos proyectos, con lo cual la inversión privada del primer trimestre crecería a un ritmo limitado. No obstante, se espera una aceleración de las tasas de ejecución de grandes proyectos en el sector minero y de infraestructura, conforme se flexibilicen las medidas sanitarias, se distribuyan las vacunas contra el COVID-19 y se recuperen las expectativas de los inversionistas. Así,

la inversión privada crecería 15,5 por ciento en 2021, tasa menor a la proyectada en el Reporte previo (17,5 por ciento). Este escenario asume un ambiente social y político estable, y de continuidad respecto a los lineamientos de estabilidad macroeconómica.

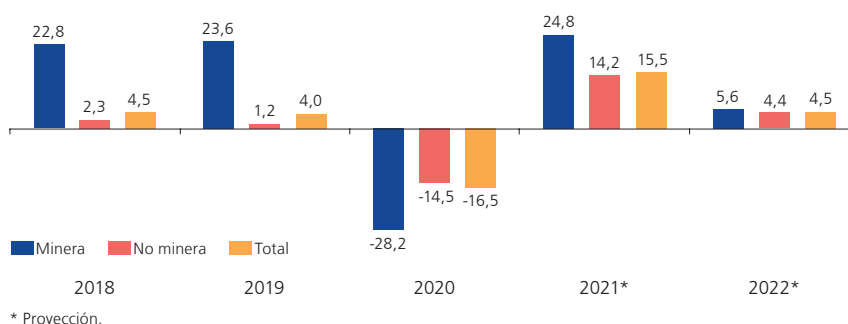
Para 2022 se espera que la inversión crezca 4,5 por ciento, en medio de una mejora de la confianza empresarial, condiciones financieras de largo plazo favorables y la finalización del escenario de pandemia.

Gráfico 56
INVERSIÓN PRIVADA: 2012 - 2022*
(Variaciones porcentuales reales)



- a. En el **sector minero**, las inversiones del 2020 totalizaron US\$ 4 334 millones, principalmente por las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 314 millones), Marcobre (US\$ 497 millones) y Antamina (US\$ 319 millones). La proyección para el periodo 2021-2022 considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total), Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones). Adicionalmente, se espera que proyectos como Corani (US\$ 0,6 mil millones) y San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) inicien su construcción en 2021, mientras que Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones) lo haría en 2022.

Gráfico 57
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)





- b. En **infraestructura**, con el reinicio paulatino de las actividades del sector construcción, se espera retomar la inversión en diferentes proyectos. Destaca la Línea 2 del Metro de Lima, proyecto que continúa avanzando en 30 frentes en simultáneo y, según OSITRAN, a enero de 2021 presenta un avance global del 35 por ciento. En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, en diciembre culminó el movimiento de tierras. Actualmente se encuentran avanzando la segunda fase del proyecto que incluye la torre de control y la empresa estima iniciar obras para la segunda pista en julio 2021. Respecto al Terminal Portuario Marcona, la empresa Shougang presentó en febrero la Modificación del Estudio de Impacto Ambiental (MEIA) del proyecto ante SENACE y espera que el proyecto culmine a finales de 2022. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, la empresa espera suscribir la adenda del contrato de concesión para el desarrollo de la etapa 3 en el segundo trimestre de 2021 para continuar con la ejecución.

Cuadro 21
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2021-2022

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

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializado.

- c. Para el periodo 2021-2022, **Proinversión** reporta una cartera por más de US\$ 7,1 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.

Cuadro 22
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2021-2022
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	7 143
Anillo Vial Periférico	1 965
Parque Industrial de Ancón	750
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	637
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	291
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	263
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	200
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Essalud Piura	170
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	163
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	158
Essalud Chimbote	130
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Modernización Empresa Regional de Electricidad Electro NOROESTE	123
Hospital Militar Central	115
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	99
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	75
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	60
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	55
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Ciudad de Cajamarca	55
Línea de Transmisión 138 KV Puerto Maldonado-Iberia y Subestación Valle del Chira	47
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Desaladora Ilo	37
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chinchá	34
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Saneamiento rural Loreto	28
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
IPC Cusco	19
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Centro San Cristóbal	14
SIT Gas	*
Reque Nueva Carhuaquero	*
Longitudinal de la sierra tramo 4	*

* No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.
Fuente: Proinversión.

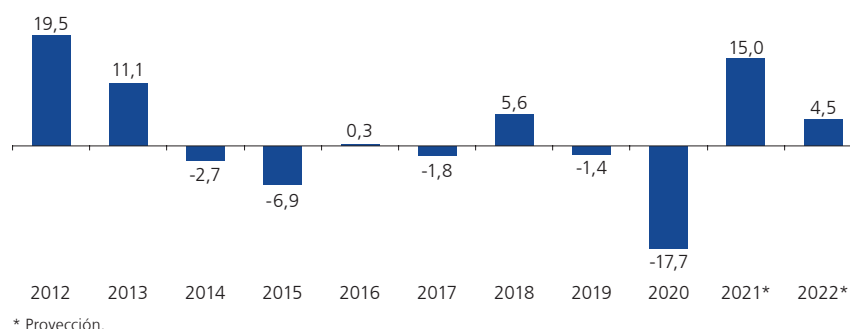
36. La **inversión pública** disminuyó 17,7 por ciento en 2020, evolución que estuvo marcada por la paralización en la ejecución de proyectos por la declaración de cuarentena a mediados de marzo, principalmente. No obstante, en la segunda mitad del año se observó una fuerte reversión, impulsada por la mayor ejecución de proyectos ligados a la reconstrucción del norte, del programa Arranca Perú, y del resto de proyectos tras las autorizaciones de reinicio de ejecución de los mismos.





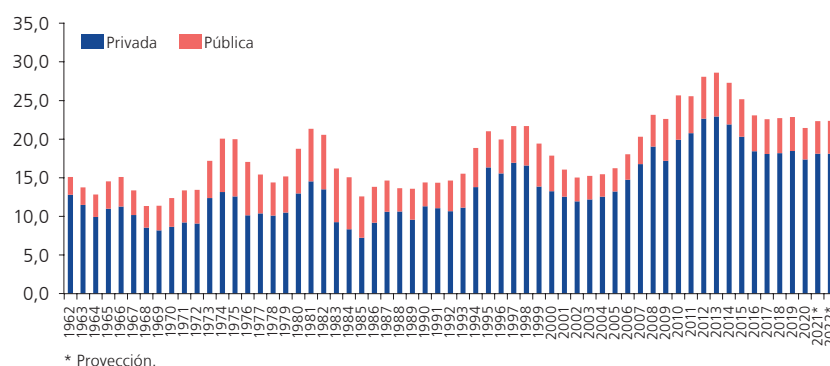
Se espera que la inversión pública de 2021 y 2022 crezca 15,0 y 4,5 por ciento, respectivamente, como resultado del mayor gasto en obras de Reconstrucción, principalmente en el marco del Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido, proyectos de respuesta ante el COVID-19 y del programa Arranca Perú, así como de proyectos incluidos en el Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad (por ejemplo, la Línea 2 del Metro de Lima), carreteras importantes (Huánuco - Conococha y Lima-Canta-La Viuda-Unish), el inicio en la ejecución de proyectos (tramo norte del COSAC I y vía expresa del Cusco), y de proyectos que se encuentran en proceso de superar trabas que afectan su reinicio, entre otros.

Gráfico 58
INVERSIÓN PÚBLICA: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



37. La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, se reduciría 0,5 puntos porcentuales del producto hacia 2022, respecto al nivel de 2019, ubicándose en un nivel ligeramente inferior al de 2017. Se espera que la inversión continúe creciendo en los siguientes años, una vez que la economía recupere los niveles de actividad económica previos a la crisis, lo cual requiere preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apuntalen la productividad de la economía.

Gráfico 59
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2022
(Porcentaje del PBI real)



38. Se proyecta que el ahorro interno se incremente de 19,3 por ciento del PBI en 2020 a 19,8 por ciento en 2021 debido a que el aumento del ahorro público superaría la caída del ahorro privado. El ahorro público aumentaría en 4,6 puntos porcentuales del PBI entre 2020 y 2021, explicado por el menor uso de recursos del Estado para enfrentar la pandemia y por el aumento de los ingresos recaudados ante la reanudación de las actividades económicas. Por su parte, el ahorro del sector privado se reduciría a 20,0 por ciento del PBI, como resultado del mayor crecimiento del consumo, y al retorno de los hábitos de gasto a los observados previo a la pandemia. Asimismo, la reanudación y mayor ejecución de proyectos públicos y privados incrementaría el ratio de inversión bruta interna respecto al año previo en 1,0 punto porcentual. En suma, la brecha externa se cerraría en 2021, contrastando con el ahorro externo negativo del año anterior (0,5 por ciento del PBI).

En 2022, tras la normalización del escenario sanitario a nivel global y la recuperación de la actividad económica, el ahorro público revertiría su tendencia negativa debido a un menor déficit fiscal, mientras que el ahorro privado disminuiría 1,6 puntos porcentuales. Así, la brecha externa se ubicaría en 0,1 por ciento del PBI.

Cuadro 23
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(% del PBI nominal)

	2019	2020	2021*		2022*	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
1 Inversión Bruta Interna ^{1/}	21,5	18,8	19,9	19,8	19,9	19,8
2 Ahorro Interno	19,9	19,3	20,0	19,8	20,0	19,9
Brecha Externa (=2-1)	-1,5	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
1.1 Inversión Bruta Interna Privada ^{1/}	16,8	14,6	15,6	15,5	15,7	15,6
1.2 Ahorro Privado	16,9	24,0	20,2	20,0	18,7	18,4
Brecha Privada (=1.2-1.1)	0,1	9,4	4,5	4,4	3,0	2,8
2.1 Inversión Pública	4,6	4,2	4,2	4,3	4,2	4,3
2.2 Ahorro Público	3,0	-4,7	-0,2	-0,1	1,2	1,5
Brecha Pública (=2.2-2.1)	-1,6	-8,9	-4,4	-4,4	-3,0	-2,8

* Proyección.

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP.





Recuadro 1 CONSTRUCCIÓN RESIDENCIAL Y EL MERCADO INMOBILIARIO

La construcción de viviendas ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años. De acuerdo a la Cámara Peruana de la Construcción (CAPECO), en Lima Metropolitana y el Callao la oferta alcanzó las 37,1 mil viviendas en 2020, lo cual representa un crecimiento promedio anual de 10,3 por ciento desde el año 2000. Sin embargo, el crecimiento de la oferta ha sido insuficiente para abastecer la demanda. De hecho, la demanda por vivienda viene creciendo más rápidamente que la oferta y se estima un déficit habitacional de al menos 1,6 millones de viviendas en el país. Algunas de las posibles explicaciones de este resultado involucran, entre otros factores:

- (i) La falta de crédito hipotecario, en particular para los segmentos de bajos ingresos, y de aquellos con alta participación laboral en la informalidad.
- (ii) La falta de suelo adecuado. Según Espinoza y Fort (2019), entre 2000 y 2018 las 43 ciudades del Perú con más de 50 mil habitantes han crecido alrededor de 50 por ciento en dicho periodo de tiempo, pero más del 93 por ciento de esta expansión urbana ha sido informal, sin servicios ni infraestructura adecuada¹.
- (iii) Normas inadecuadas y procedimientos administrativos que no se cumplen o son interpretados discrecionalmente por distintas autoridades reducen el atractivo del sector para atraer inversiones.

Un mayor dinamismo de la construcción residencial podría contribuir significativamente a la reactivación económica (el sector construcción representa casi el 6 por ciento del PBI y es un importante generador de empleo e ingresos), a la par de mejorar el bienestar de la población. Con este fin se presentan a continuación un conjunto de propuestas.

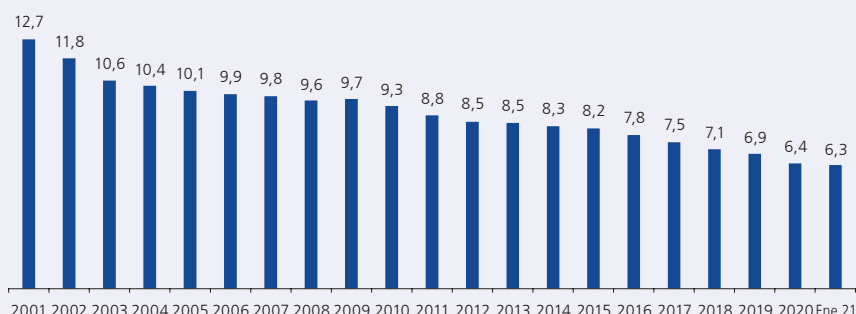
Crédito hipotecario con mayor alcance

En general, el mercado hipotecario ha mostrado un importante avance. Por ejemplo, el saldo de créditos hipotecarios pasó de S/ 3,1 mil millones en el año 2000² (1,8 por ciento del PBI) a S/ 53,9 mil millones en 2020 (7,6 por ciento del PBI, o 14,4 por ciento del crédito total al sector privado), lo cual implica una tasa de crecimiento promedio anual de 15,3 por ciento. El 88,4 por ciento de los créditos hipotecarios están denominados en moneda nacional. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios se encuentran en sus niveles históricamente más bajos: la tasa de interés promedio para este tipo de créditos pasó de 12,7 por ciento en diciembre de 2001 a 6,3 por ciento en enero de 2021.

1 Espinoza, A. y R. Fort (2019): Mapeo y tipología de la expansión urbana en el Perú. Grade y ADIPerú.

2 Saldo a enero de 2001.

TASA DE INTERÉS DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN MONEDA NACIONAL (Porcentaje)



Fuente: SBS.

El gobierno ha realizado esfuerzos importantes para reducir el déficit habitacional de viviendas, principalmente mediante la promoción del crédito hipotecario por parte del **Fondo Mivivienda** en las últimas dos décadas. Los programas del Fondo Mivivienda han sido diseñados para facilitar el acceso a vivienda, con la participación de promotores inmobiliarios y constructores, en tanto que las familias reciben un apoyo como premio a su esfuerzo de ahorro. Dicho fondo tiene como público objetivo la clase media (programa Mivivienda) y los sectores de menores recursos (programa Techo Propio) y sus programas se han expandido de manera importante en las últimas dos décadas³. En 2020, el Fondo Mivivienda (FMV) flexibilizó sus programas para impulsar el crédito hipotecario y enfrentar los efectos de la pandemia. Por ejemplo, se redujo la cuota inicial mínima de 10 a 7,5 por ciento; se incrementó el plazo de financiamiento de 20 a 25 años; se aumentó el Bono del Buen Pagador (BBP); se reprogramaron créditos; se exceptuó del ahorro mínimo a grupos familiares que solicitan el Bono Familiar Habitacional (BFH); y se dio un incremento especial del BFH para las modalidades ofrecidas por el programa de Adquisición de Nueva Vivienda y Construcción en Sitio Propio. Como resultado, la oferta ascendió a 76,8 mil viviendas. Adicionalmente, se desembolsaron 49,7 mil BFH, el tercer desembolso más alto en toda la historia del FMV a pesar de la paralización entre marzo y junio por la pandemia.

Sin embargo, a pesar del crecimiento observado, el crédito hipotecario en Perú como proporción del PBI (7,6 por ciento) todavía es relativamente bajo en comparación a otros países de la región (27 por ciento en Chile). Por un lado, **se requiere canalizar más fondeo de largo plazo** para estas operaciones, aprovechando por ejemplo que el ahorro del sector privado alcanzó niveles

3 El número de créditos desembolsados y el monto desembolsado de los productos Mivivienda crecieron a una tasa promedio anual de 16,3 por ciento y 21 por ciento, respectivamente, entre 2000 y 2020. El número de créditos desembolsados (44 mil en 2020) y el monto desembolsado del Bono Familiar Habitacional (S/ 1,2 mil millones, un subsidio para las familias beneficiarias como un complemento a su ahorro) del programa Techo Propio crecieron a tasas anuales de 21,7 y 27,9 por ciento, respectivamente, entre 2004 y 2020.





récord en 2020 (24,0 por ciento del PBI)⁴. En Perú los créditos hipotecarios se financian con depósitos y emisiones corporativas de largo plazo con buena calificación crediticia. Los bonos hipotecarios cubiertos pueden ayudar a obtener más financiamiento de largo plazo. Estos bonos son instrumentos muy populares en la Unión Europea, y permiten a los emisores obtener fondos en los mercados de capitales a costos reducidos, con los cuales pueden financiar la construcción de viviendas y propiedades comerciales a tasas de interés estables para los prestatarios. Si bien la normativa en Perú se estableció en 2010, todavía no se ha difundido su uso. Se espera que conforme vayan creciendo los portafolios hipotecarios de las instituciones financieras, éstas encuentren más atractivo el calzar los plazos y las tasas de interés de sus créditos hipotecarios con el financiamiento a través de bonos hipotecarios cubiertos.

De otro lado, el crecimiento del mercado hipotecario requiere **mayor avance en el segmento de la población con bajos ingresos y con empleos informales**. Algunas propuestas para mejorar el financiamiento pasan por incorporar la informalidad en los modelos de negocio de las instituciones financieras y los desarrolladores de proyectos inmobiliarios, por ejemplo, mediante las siguientes acciones: (i) facilitar el ingreso de otros actores especializados en el financiamiento de vivienda (usando tecnología y Big Data para estructurar alternativas viables de financiamiento para personas con empleos informales)⁵, eliminando las inequidades y trabas normativas; (ii) ampliar la capacidad de colocación de las instituciones financieras mediante una regulación que fomente la compra de cartera hipotecaria; o (iii) promover el mercado de alquiler residencial como una alternativa a la propiedad para proveer vivienda para la población que lo requiere.

Suelo urbano formal y con servicios adecuados

El suelo es otro elemento de todo proyecto inmobiliario. Sin embargo, las debilidades en la organización territorial y la falta de instrumentos impiden el desarrollo de una oferta formal de suelo adecuado y reduce la capacidad de control de las invasiones. Por ejemplo, Palomino y Wong (2011) indican que el principal problema para aumentar la oferta formal de viviendas de bajo costo radica en la ausencia de terrenos habilitados para realizar proyectos de gran escala (es decir, orientados hacia los NSE C y D)⁶. En el mismo sentido, Iberico (2016) señala que el costo y el tamaño de los terrenos disponibles limitan significativamente la construcción de vivienda social, y que el crecimiento del precio de los terrenos en los últimos años sobrepasó el aumento en el costo de insumos y de la mano de obra para construcción⁷. Cabe indicar que, entre diciembre de 2006 y diciembre de 2020, mientras los precios de materiales de construcción subieron 40 por ciento y el costo de la mano de obra aumentó 86 por ciento⁸, el precio de los

4 Esta cifra refleja en parte el aumento del saldo de depósitos de ahorro en el sistema financiero, que creció 22,8 por ciento en 2020, pasando de S/ 277 mil millones en 2019 a S/ 342 mil millones en 2020.

5 Por ejemplo, en India se han desarrollado experiencias exitosas de financiamiento de vivienda para trabajadores informales utilizando Big Data para identificar tipologías de clientes y así poder predecir sus ingresos sin tener que contar con documentación de los mismos (Proyecto de Vivienda Universal, implementado desde 2015). Gwinner, B. (2021) International Housing Trends.

6 Palomino, M. y Wong, R. (2011). "Housing Finance in Perú: What is Holding Back?" Inter-American Development Bank.

7 Iberico, J. (2018). Vivienda social en Lima Metropolitana: el problema de escasez de terrenos. Moneda N° 173. Banco Central de Reserva del Perú.

8 La remuneración mínima vital subió de S/ 500 a S/ 930.

inmuebles creció 182 por ciento, impulsado principalmente por el aumento en el costo de los terrenos.

Se puede mencionar una serie de medidas que pueden implementarse tanto en el corto como en el mediano plazo para solucionar los problemas asociados al suelo. En particular, se podría: (i) potenciar un operador urbano (público, privado, o mixto) con autonomía administrativa, financiera y personería jurídica encargado de la provisión de suelo saneado y habilitado para el desarrollo de proyectos de vivienda social, que cumpla las funciones de un banco de suelo público, un banco inmobiliario y un gestor inmobiliario; (ii) inversión en infraestructura básica (agua y saneamiento) y mejorar la calidad de los servicios públicos; (iii) introducir dentro de los instrumentos de gestión aquellos que permitan un mejor aprovechamiento del suelo a través del cambio de la forma urbana; (iv) introducir obligaciones urbanísticas a cambio de un mejor uso del suelo; (v) introducir nuevos métodos de valorización del suelo (avalúos de referencia); (vi) poner en valor los terrenos subutilizados del Estado en zonas urbanas, o (vii) introducir mecanismos para facilitar la gestión y adquisición de suelos privados por agentes públicos y privados y mejorar la viabilidad financiera de los proyectos de vivienda social⁹.

Regulación y procedimientos para promover la inversión en el sector

Los inversionistas en el sector inmobiliario encuentran una serie de trabas regulatorias o excesiva burocracia que dificulta acelerar los proyectos. Las normas y procedimientos que no se cumplen o que son interpretados de manera discrecional por las autoridades generan retrasos en los proyectos, lo cual reduce su rentabilidad, y por ende, disminuye el atractivo del sector para captar inversiones.

En ese sentido, hacer ajustes al marco regulatorio para la construcción de viviendas y para su financiamiento permitiría darle un mayor dinamismo al sector. Las principales medidas que podrían adoptarse para lograr dicho objetivo son: (i) revisar el Reglamento Nacional de Edificaciones (RNE) y la normativa general para que sean más explícitos y claros, de forma que se evite la interpretación subjetiva y se aceleren los plazos de aprobación de licencias; (ii) simplificar y digitalizar procesos administrativos ante las municipalidades, tal que se eviten las interpretaciones subjetivas y se aceleren los plazos de aprobación de licencias; (iii) homologar los parámetros urbanísticos y flexibilizar los cambios de zonificación; (iv) propiciar mayor variedad de productos para desarrollo inmobiliario (proyectos de renta, segunda vivienda, productos para un nicho específico), con condiciones financieras favorables; o (v) mitigación del riesgo de los proyectos con alternativas al aporte de capital (fideicomisos, pre venta mayor, garantías, etc.).

En suma, la implementación oportuna y efectiva de mejoras en el fondeo y alcance de los instrumentos de financiamiento a la demanda y oferta de viviendas, así como en la normativa del sector y en la gestión del suelo urbano adecuado formal, el impulso al crédito hipotecario y a la construcción de viviendas en diferentes segmentos de la población contribuirían a una recuperación más rápida de la economía y a un mayor crecimiento potencial en el mediano plazo.

⁹ Triveño (2021), La generación de suelo urbano, la hermana perdida de la formalización predial y la nueva generación de proyectos inmobiliarios. Rey de Castro, E. (2021). Inversión en desarrollos inmobiliarios.





Recuadro 2 COVID-19 EN PERÚ Y EL MUNDO: NUEVAS MEDIDAS FOCALIZADAS

En este recuadro se revisan las nuevas medidas de confinamiento implementadas recientemente en varios países, incluido Perú. Estas medidas consisten principalmente en limitaciones a la movilidad de las personas y restricciones de aforos para determinadas actividades económicas. Estas medidas se aplican de forma focalizada en algunas zonas, a diferencia de las estrictas medidas de confinamiento general, aplicadas al inicio de la pandemia en marzo de 2020. Las menores restricciones implicarían un menor efecto negativo sobre la actividad económica en comparación con lo observado el año pasado.

Cuarentenas focalizadas como medidas de contención en diversos países

Una combinación adecuada de Intervenciones No Farmacéuticas (INFs) puede ser exitosa para contener la propagación del COVID-19. Las INFs son aquellas medidas que no implican la utilización de medicamentos o vacunas para contener una pandemia. Estas intervenciones incluyen las medidas que pueden tomar los hogares, como el lavado de manos o el aislamiento voluntario de los enfermos; así como las políticas de distanciamiento social, como la implementación del teletrabajo, el seguimiento de contactos para el aislamiento de enfermos, las restricciones a las reuniones públicas, o en su forma más extrema, el confinamiento o cuarentena.

Por un lado, si bien el seguimiento de contactos ha tenido distintos resultados, su efectividad es mayor cuando existe un bajo nivel de transmisión comunitaria del virus, de modo que se pueden controlar brotes incipientes. Por ejemplo, Corea del Sur implementó un agresivo sistema de seguimiento de contactos, monitoreando a sus habitantes a través de aplicaciones móviles, realización de llamadas, revisión de videos de seguridad y otras medidas. Corea, además de su sistema de rastreo, mantiene restricciones focalizadas por actividades económicas; pero con una tercera ola de contagios, incrementó desde diciembre las restricciones a la movilidad. No obstante, las medidas de seguimiento de contactos han enfrentado en algunos países la falta de presupuesto, falta de personal y tecnología idónea, la desconfianza de la población para compartir datos personales, y también dificultades para mantener el aislamiento de personas que estuvieron en contacto con casos confirmados. La ineffectividad para rastrear a todos los contactos en un contexto de altos niveles de transmisión comunitaria ha generado críticas por su alto costo (Reino Unido) o la suspensión de uso (Irlanda)¹⁰.

Con respecto a la cuarentena, la focalización de las restricciones favorece la minimización de las pérdidas económicas, en contraposición a las cuarentenas generalizadas y

10 A diferencia del rastreo de contactos en Corea, en el Reino Unido y en otros países occidentales el rastreo solo consiste en consultar a los infectados sobre sus contactos personales recientes.

estrictas, que son extremadamente costosas. Este enfoque, por un lado, atenúa el efecto “fatiga del COVID-19”, por el cual las personas se vuelven más reticentes a acatar las medidas sanitarias, y, por otro lado, es especialmente importante en los países en desarrollo donde el soporte social del Estado es precario o insuficiente. Por ello, las cuarentenas se vienen utilizando con resultados relativamente exitosos, por periodos cortos y de manera focalizada, en los países que están enfrentando una segunda o tercera ola de contagios por COVID-19, de forma complementaria con otras INFs.

Algunas investigaciones sobre el impacto de las primeras cuarentenas de 2020 han brindado mayor información sobre cómo aplicarlas de modo que se maximice su impacto sanitario y se minimice su efecto negativo sobre la economía. Por ejemplo, un estudio desarrollado para Estados Unidos¹¹ recalca dos lecciones importantes: (i) la magnitud de la reducción en la movilidad es casi tan importante como el momento en el cual se imponen las restricciones; y (ii) un grupo reducido de lugares causan la mayor cantidad de contagios.

Sin embargo, aún existe un limitado conocimiento sobre el virus y sus variantes, por lo que las políticas de contención muestran cierta heterogeneidad entre países.

Por ejemplo, en países desarrollados como Canadá, Francia y el Reino Unido se impusieron diferentes tipos de cuarentena para frenar la “tercera ola” de contagios. En **Canadá** se estableció una cuarentena focalizada en algunas provincias, permitiendo el tránsito para realizar actividades esenciales (trabajo que no pueda ser realizado remotamente, compras en supermercados, farmacias y servicios de salud, principalmente), servicios de restaurantes con *delivery* y recojo en el local, y clases presenciales suspendidas. Además, se dispuso un toque de queda con horarios diferenciados por provincia y que las empresas deben fomentar el trabajo remoto cuando sea factible, bajo pena de multas o cárcel hasta por un año. En **Francia** se han observado retrasos en el proceso de desconfinamiento gradual, que estaba previsto para realizarse entre diciembre y enero; y desde diciembre se impuso el toque de queda en algunas regiones. Están limitadas las actividades de restaurantes, gimnasios, cines, teatros y museos (en todos estos casos se postergó el permiso de operación para febrero), escuelas en ambientes cerrados, parques temáticos, bares y discotecas. En el **Reino Unido**, desde el 4 de enero se anunció un confinamiento nacional, con restricciones a la movilidad, excepto para compras esenciales, servicios de salud, ejercicio físico y cuidado de menores, principalmente. Se permitieron visitas entre pares de hogares que se ayudan para cuidado de niños y personas con discapacidad.

En **Colombia** se dispusieron cuarentenas focalizadas desde enero de 2021. En el caso de Bogotá se impuso una restricción total a la movilidad a inicios de enero, extendida en las semanas subsiguientes. Dichas medidas podrían haber contribuido con una desaceleración en el crecimiento del número de casos confirmados.

11 Chang, S., Pierson, E., Koh, P.W. et al (2020). Mobility network models of COVID-19 explain inequities and inform reopening. Nature. <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2923-3>





CUARENTENAS EN PAÍSES SELECCIONADOS

País	Tipo	Fecha de inicio	Casos totales por millón de hab. al 10 mar.21	Miles de casos activos por millón de habitantes						
				Días desde el inicio de la cuarentena				Variación porcentual con respecto a la fecha de inicio de la cuarentena		
				15 días antes	A la fecha de inicio	15 días después	30 días después	15 días antes	15 días después	30 días después
Reino Unido	Total	6 Ene	62 158	15,4	20,8	27,4	28,5	35,1	31,7	4,0
Alemania	Total	16 Dic	30 164	3,7	4,3	4,6	4,0	15,7	7,0	-12,3
Francia	Focalizada	15 Dic	60 624	30,7	33,0	35,9	39,4	7,3	8,8	9,9
Colombia	Focalizada	7 Ene	44 600	1,9	2,2	2,4	1,4	12,6	11,9	-41,6
Chile	Focalizada	10 Dic	45 138	0,5	0,5	0,8	1,1	18,3	39,4	45,8
Panamá	Focalizada	31 Dic	79 281	6,9	10,9	12,6	9,1	59,3	14,7	-27,8
Argentina	Focalizada	8 Ene	47 706	3,2	3,6	3,7	3,4	13,2	2,8	-9,8
México	Focalizada	19 Dic	16 463	1,5	1,7	1,7	2,1	14,8	1,8	23,0
Nota:										
Perú	Focalizada	31 Ene	41 459	1,3	1,4	1,4	1,4	8,1	5,1	-0,2

Con datos al 10 de marzo de 2021.

Fuente: Organización Mundial de la Salud y medios periodísticos.

Nuevas medidas focalizadas en Perú

A raíz del aumento en el número de casos y defunciones por COVID-19 en Perú, desde el 15 de enero de 2021 se implementaron nuevas restricciones a la movilidad. Dichas restricciones están basadas en una clasificación de las zonas del país en riesgo moderado, alto, muy alto, y extremo; y determinan diferencias en la inmovilización social obligatoria, y en los aforos en tiendas y espacios públicos. Previamente, las restricciones a la movilidad y la actividad económica se imponían principalmente a nivel nacional. Las provincias en cada nivel de riesgo y los aforos permitidos según actividades económicas se revisan periódicamente. Durante febrero de 2021, las medidas implicaron confinamientos en algunas regiones en situación de riesgo extremo, incluyendo Lima Metropolitana. Desde inicios de marzo se han flexibilizado gradualmente algunas de estas restricciones, reduciendo la inmovilización social obligatoria únicamente a horas de la noche.

Las restricciones, incluyendo el confinamiento para las zonas de riesgo extremo en febrero de 2021, siguen un modelo de cuarentena focalizada aplicada en otros lugares del mundo, con un espectro de actividades esenciales permitidas mayor que lo estipulado entre marzo y abril de 2020. De este modo, se limita únicamente el funcionamiento presencial de las actividades que pueden ser focos de contagio, y así se permite un mayor funcionamiento de la economía.

El confinamiento focalizado en algunas regiones implica que el impacto en la actividad económica sería menor que el de la primera cuarentena de 2020, ya que muchas provincias y departamentos del país tienen permitida la operación de casi todas las actividades económicas, pero con aforos restringidos. **Esto quiere decir que, a nivel agregado, las restricciones actuales son mucho menores que las aplicadas al inicio de la pandemia** (marzo – abril de 2020), periodo durante el cual se permitía únicamente un número limitado de actividades esenciales y regía la inmovilización social de las personas en sus domicilios de forma mucho más estricta, todo lo cual se refleja en una mayor movilidad relativa.

RESTRICCIONES A LA MOVILIDAD EN PERÚ: DICIEMBRE 2020 VS. FEBRERO Y MARZO 2021

Ámbito geográfico (por nivel de riesgo)	Diciembre 2020		Del 15-feb-2021 al 28-feb-2021	Del 15-mar-2021 al 28-mar-2021
	A nivel nacional	En zonas de riesgo	Extremo	Extremo
Departamentos o Provincias	Resto del país	Tumbes, Piura, Lambayeque, La Libertad, Provincia de Santa (Ancash), Lima Metropolitana y Callao	Lima Metropolitana y el Callao y algunas provincias a/ en los departamentos de: Amazonas, Ancash, Arequipa, Apurímac, Ayacucho, Cajamarca, Cusco, Huancavelica, Huánuco, Ica, Junín, Lima, Loreto, Moquegua, Pasco, Puno y Tacna.	El Callao y algunas provincias b/ en los departamentos de: Apurímac, Arequipa, Ancash, Ayacucho, Cajamarca, Cusco, Ica, Junín, Lambayeque, La Libertad, Lima, Loreto, Madre de Dios, Moquegua, Tacna y Ucayali.
Restricciones a la movilidad				
Inmovilización social obligatoria: Personas en sus domicilios	00:00 a 04:00 hrs	22:00 a 04:00 hrs (Para Lima Metropolitana y Callao: 23:00 a 04:00 hrs)	00:00 a 23:59 hrs	21:00 a 04:00 hrs y los domingos las 24 horas
Prohibición de uso de vehículos particulares	Ninguna (excepto durante Navidad y Año Nuevo)		Todos los días	Domingos
Aforos				
Casinos y tragamonedas, gimnasios, cines y artes escénicas en espacios cerrados		40%	0%	0%
Artes Escénicas en espacios abiertos		40%	0%	20%
Centros comerciales y tiendas en general	60%	40%	0%	20%
Tiendas de primera necesidad			40%	40%
Restaurantes (zona interna)		60%	0%	30%
Restaurantes (zona externa)		70%	0%	30%
Lugares de culto		33%	0%	0%

a/ Las provincias de Utcubamna en Amazonas; Santa en Ancash; Arequipa, Camaná, Ilay y Caylloma en Arequipa; Abancay en Apurímac; Huamanga en Ayacucho; Cutervo en Cajamarca; Canchis y La Convención en Cusco; Huancavelica en Huancavelica; Huánuco en Huánuco; Ica, Chíncha y Pisco en Ica; Huancayo, Tarma, Yauli y Chanchamayo en Junín; Huaura, Cañete, Barranca y Huaral en Lima; Maynas y Ramón Castilla en Loreto; Ilo en Moquegua; Pasco en Pasco; Puno en Puno; y Tacna en Tacna.

b/ Las provincias de Abancay en Apurímac; Caylloma en Arequipa; Huaráz y Casma en Ancash; Huamanga, Cangallo y La Mar en Ayacucho; Cajamarca y Cajabamba en Cajamarca; Cusco y La Convención en Cusco; Chíncha y Pisco en Ica; Jauja, Chupaca y Chanchamayo en Junín; Lambayeque en Lambayeque; Trujillo en La Libertad; Barranca, Huaral y Huaura en Lima; Maynas en Loreto; Tambopata en Madre de Dios; Mariscal Nieto en Moquegua; Tacna en Tacna; y Coronel Portillo en Ucayali.

Al respecto, según el indicador de movilidad de Google, con las restricciones focalizadas aplicadas en febrero de 2021 se registró una menor caída en la movilidad a los centros comerciales y centros de trabajo, en comparación con abril de 2020 (-55,1 frente a -83,4 por ciento en el caso de los centros comerciales, y -38,4 frente a -73,8 por ciento en el caso de los centros de trabajo, respecto al escenario base pre-pandemia). La mayor flexibilidad para la realización de actividades económicas en el primer trimestre de 2021 permite una mejor evolución de la economía.

Comparación de indicadores económicos

La cuarentena implementada en el mes de febrero de 2021 tendría un menor impacto en términos económicos, respecto a la cuarentena del mes de marzo de 2020, debido a que en



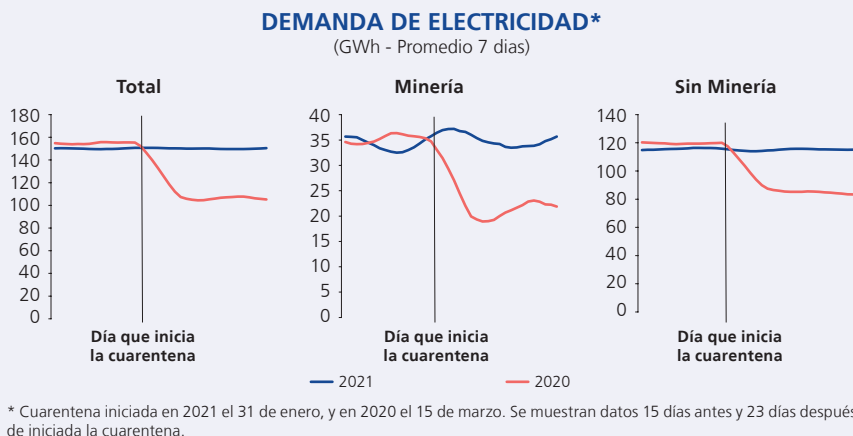


la implementada recientemente se permitieron más actividades, como el *delivery* de restaurantes y de tiendas por departamento. Ello se reflejó en los principales indicadores económicos de alta frecuencia, los cuales mostraron una menor caída que en el mes de marzo 2020.

Demanda de electricidad

En los primeros 23 días de iniciada la cuarentena del mes de marzo de 2020, la demanda de electricidad diaria fue de 114 GWh, inferior a la registrada en los primeros días de la cuarentena de febrero de 2021, en donde la demanda fue de 150 GWh. Esto implicó un incremento de 31,8 por ciento respecto al mes de marzo de 2020.

De igual manera, la demanda de electricidad de la minería se ubicó en niveles similares a los registrados antes del anuncio de la cuarentena del mes de febrero 2021, debido a que se permitió que continúe con sus actividades; a diferencia del mes de marzo 2020 cuando solo se permitió que las empresas mineras realicen actividades críticas.



Transacciones con tarjetas

El valor de las transacciones totales y las del rubro restaurantes registraron una reducción significativamente mayor en la cuarentena de 2020 en comparación con la de 2021. El valor total de transacciones se redujo a un máximo de 75 por ciento respecto al día anterior a la cuarentena de 2020. Por el contrario, la contracción máxima en la cuarentena de 2021 fue de solo 32 por ciento respecto al día anterior del inicio de la segunda cuarentena, en 2021, teniendo en cuenta que el valor de transacciones totales ya se encontraba por encima del nivel previo a la pandemia antes del anuncio de la cuarentena. Esta menor caída se debió a que las restricciones fueron más laxas y los comercios han desarrollado estrategias de ventas en línea.

En la misma línea, la caída del valor de las transacciones en el rubro de restaurantes fue mayor en la cuarentena de 2020 que en la de 2021. Haciendo la misma comparación, la reducción en 2020 fue de 99 por ciento y en 2021 de 50 por ciento. A diferencia del valor total de las transacciones, para el caso específico del rubro de restaurantes, las transacciones previas al inicio

de la cuarentena de 2021 aún no alcanzaban niveles prepandemia y venían reduciéndose por medidas anteriores (inmovilización vehicular los domingos). Asimismo, la menor caída se debería a que a inicios de la cuarentena de 2020 no se permitió la operación de servicios de reparto a domicilio, opción que los restaurantes han ido desarrollando durante la pandemia y que ha atenuado su caída en la cuarentena de 2021.

VALOR TOTAL DE TRANSACCIONES CON TARJETAS

(En índices; periodo base: 1 de enero -15 de marzo =100; promedios móviles 7 días)



* Cuarentena iniciada en 2021: 31 de enero. 2020: 15 de marzo.
Último dato: 2021-02-22.

Validaciones del metropolitano

Un indicador del uso de transporte público son las validaciones diarias del metropolitano. En 2020, se registraron en promedio 238 mil validaciones por día (una caída de 59,3 por ciento respecto al año previo). Asimismo, en los 21 días siguientes de anunciada la cuarentena el 15 de marzo de 2020, las validaciones por día se redujeron a 139 mil. Por otro lado, las validaciones registradas 21 días después del inicio de la cuarentena del 31 de enero de 2021 fueron en promedio alrededor de 183 mil, por debajo de las validaciones de los días previos al inicio de la misma, pero con niveles superiores a los registrados 21 días después del inicio la cuarentena de marzo de 2020.

VALIDACIONES DIARIAS DEL METROPOLITANO

(Miles de validaciones; promedios móviles 7 días)



* Cuarentena iniciada en 2021: 31 de enero. 2020: 15 de marzo.
Último dato: 2021-02-22.





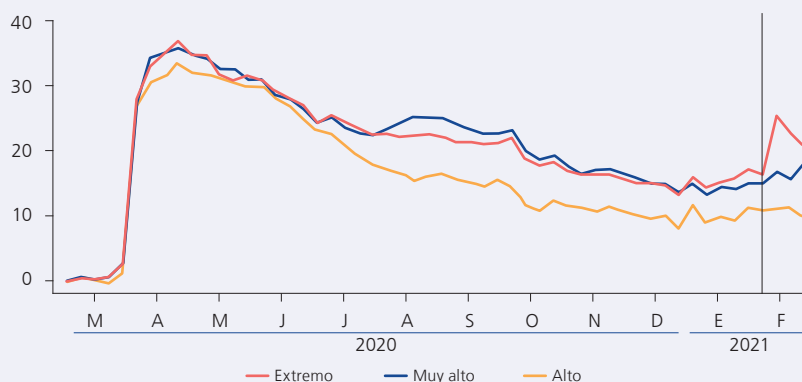
Restricciones a la movilidad de las personas y Covid-19

El potencial impacto positivo de las cuarentenas radicaría en su capacidad para disminuir el desplazamiento de las personas y, con ello, el número de contagios y decesos. Para la medición de la movilidad de las personas se ha tomado el indicador de movilidad de Google, el cual puede considerarse como una aproximación razonable de cuánto se traslada la población en el territorio, tomando en cuenta que tres cuartas partes de la población ya contaba con un celular inteligente en Perú en 2019, según Osiptel. Los reportes de Google señalan las variaciones respecto a un periodo de referencia¹² y se subdividen en 6 categorías: tiendas y espacios de ocio, supermercados y farmacias, parques, estaciones de transporte, lugares de trabajo y zonas residenciales. Cabe señalar que estos indicadores tienen cobertura nacional.

Se observa que, en las regiones de riesgo extremo, donde se implementó recientemente un confinamiento focalizado, las personas permanecieron más tiempo en sus domicilios, lo cual se reflejó en el incremento del índice de movilidad alrededor de las áreas residenciales, según la información al 28 de febrero. En línea con el indicador de restricciones, este aumento es bastante menor al registrado al inicio de la primera cuarentena. En el caso de las regiones de riesgo alto y muy alto, no se observa un cambio significativo, debido a que si bien se adelantó la hora de inicio del toque de queda, no se aplicaron medidas de confinamiento general.

ÍNDICE DE MOVILIDAD EN ÁREAS RESIDENCIALES

(Por tipo de riesgo, de lunes a domingo)



Nota: Promedio ponderado de acuerdo a la población de cada región.
Fuente: Google Mobility.

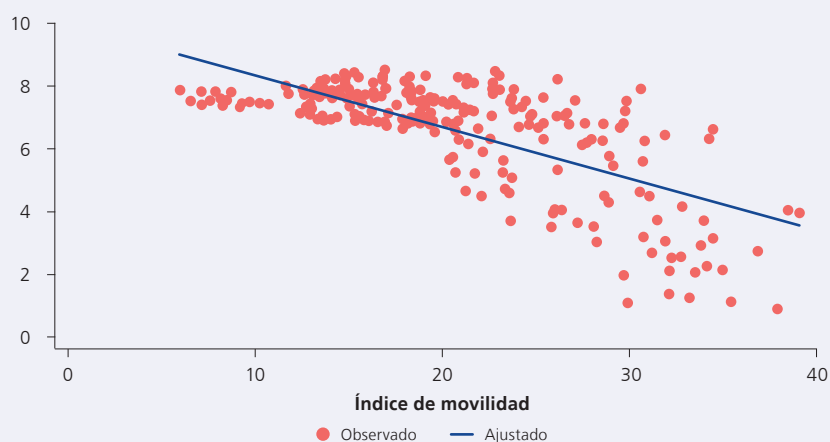
Se observa, además, una relación negativa entre permanencia en domicilios (mayor movilidad en áreas residenciales) y número de decesos por COVID-19, como se puede apreciar en el siguiente gráfico. Este hallazgo coincide con los resultados de un análisis econométrico inicial, el cual utiliza información semanal de las 25 regiones del Perú, y mediante el cual se encuentra una

12 La línea de base es el valor mediano, para el día de la semana correspondiente, durante el periodo de 5 semanas del 3 de enero al 6 de febrero de 2020.

relación directa entre una mayor movilidad de las personas hacia sus centros de trabajo y la tasa de positividad (probabilidad de estar infectado), esta última asociada a mayores niveles de mortalidad. Contrariamente, cuando la gente incrementa su permanencia en casa, la tasa de positividad y las muertes disminuyen.

RELACIÓN ENTRE MOVILIDAD EN EL HOGAR Y MUERTES ACUMULADAS

Mortalidad por millón de habitantes (logaritmo)



Nota: Datos expresados como promedios mensuales desde abril de 2020.
Fuente: Google Mobility y SINADEF.



Recuadro 3 SEMÁFOROS EPIDEMIOLÓGICOS REGIONALES: NÚMERO DE REPRODUCCIÓN R Y FLUJO DE MUERTES

Existen diversos indicadores que permiten hacer el seguimiento de la evolución de la pandemia del COVID-19, entre los cuales figuran el número de reproducción R y el flujo de mortalidad por millón de habitantes. Debido a que la dinámica de estos indicadores no necesariamente es la misma en todo el país, resulta útil su seguimiento diario y en tiempo real por regiones, a través de indicadores como la velocidad de reproducción del virus del COVID-19 y la intensidad del ritmo de mortalidad.

R por regiones

El número de reproducción R mide la capacidad de transmisión de una enfermedad; es decir, qué tan contagiosa es dicha enfermedad. El R básico mide el grado de contagio natural de una enfermedad al inicio de esta, mientras que el R efectivo permite medir el número promedio de personas que en un momento de tiempo " t " pueden contagiarse de un caso secundario de contagio. Si $R > 1$, el número de nuevos casos crece en el tiempo y la enfermedad prolifera; mientras que si $R < 1$, el número de casos nuevos disminuye en el tiempo y el virus se vuelve manejable.

La estimación del R efectivo para cada región se realiza a partir de los R efectivos estimados para cada departamento del Perú. El método de estimación es el que se describe en Lahura y Vega¹³, el cual utiliza información diaria en tiempo real del número de infectados y del número de fallecimientos. Para cada departamento, se estiman cinco números R alternativos, los cuales se diferencian en la cifra de nuevos infectados que utilizan. El siguiente cuadro resume las principales características de los estimados del número de reproducción efectivo y las fuentes de información utilizadas:

ESTIMACIONES DEL NÚMERO DE REPRODUCCIÓN R E INFORMACIÓN DE FLUJO DE INFECTADOS UTILIZADA

R	Definición de serie de infectados	Fuente
R_1	Número oficial de nuevos infectados que fueron identificados con cualquier tipo de prueba	Sala Situacional MINSA
R_1^*	Número oficial de nuevos infectados que fueron identificados solo con pruebas PCR ¹⁴ .	Datos Abiertos MINSA
R_2	Número de nuevos infectados estimados a partir de las cifras oficiales de muertes	Sala Situacional MINSA
R_3	Número de nuevos infectados estimados a partir de los excesos de muertes.	SINADEF
R_3^*	Número de nuevos infectados estimados a partir de los excesos de muertes ajustadas por corrección de sesgo de fin de muestra.	SINADEF

El siguiente cuadro muestra un ejemplo del semáforo epidemiológico que se puede construir con la información regional de R_1^* y R_3^* , para los días 1 de julio, 31 de julio y 1 de diciembre

13 Lahura, E., Vega, M. (2020). Estimación del número de reproducción R en tiempo real para el Perú. Revista Moneda 184.

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

de 2020, y 15 de enero de 2021. El cuadro se denomina semáforo puesto que los valores del R efectivo están asociados a tres colores: verde si $R < 1$, lo cual implica que los contagios están en caída; naranja si $1 < R < 2$, lo que implica que el virus sigue multiplicándose, pero no se duplica; y rojo si $R > 2$, lo que significa que el virus continúa diseminándose a una alta velocidad. Usualmente sólo se observan valores de $R > 2$ al inicio de una epidemia. La información de los departamentos se agrupa en cuatro regiones: (i) Norte: Cajamarca, La Libertad, Lambayeque, Piura y Tumbes; (ii) Centro: Ancash, Callao, Huancavelica, Huánuco, Ica, Junín, Lima y Pasco; (iii) Sur: Apurímac, Arequipa, Ayacucho, Cusco, Moquegua, Puno y Tacna; y (iv) Oriente: Amazonas, Loreto, Madre de Dios, San Martín y Ucayali.

Entre los días 1 y 31 de julio de 2020, periodo previo al pico de la primera ola nacional, el número de reproducción medido como $R1^*$ o $R3^*$ aumentó o se mantuvo por encima de 1, lo que implica que los contagios aún estaban en aumento. El comportamiento por regiones fue heterogéneo en esta primera ola. Por un lado, en el mes de julio las regiones norte y oriente tuvieron una tendencia decreciente en el ritmo de contagios mientras que las regiones sur y centro aún estaban en aumento.

También se muestra el comportamiento hacia el inicio de la segunda ola. El indicador $R1^*$ basado en pruebas PCR muestra que a inicios de diciembre de 2020 el número R ya era superior a 1 pero hacia la quincena de enero de este año se ubica en 1,45 lo que confirma la segunda ola. De otro lado, el indicador $R3^*$ basado en la mortalidad de sospechosos COVID-19 en SINAEF, muestra también un incremento del número de reproducción desde un valor menor a 1 hasta 1,3. A diferencia de la primera ola, esta segunda ola muestra un comportamiento más homogéneo entre las regiones.

ESTIMADOS DEPARTAMENTALES DEL NÚMERO DE REPRODUCCIÓN BASADOS EN PRUEBAS Y EN LA MORTALIDAD SINAEF

Región	Ritmo de contagios basados en pruebas moleculares ($R1^*$)				Ritmo de contagios derivados del ritmo de mortalidad ($R3^*$)			
	1-Jul-20	31-Jul-20	1-Dic-20	15-Ene-21	1-Jul-20	31-Jul-20	1-Dic-20	15-Ene-21
Norte	● 0,64	● 0,82	● 1,10	● 1,33	● 1,04	● 0,96	● 1,10	● 1,10
Centro	● 0,88	● 1,01	● 1,09	● 1,41	● 1,06	● 1,02	● 0,98	● 1,34
Sur	● 1,06	● 1,15	● 1,08	● 1,47	● 1,07	● 1,24	● 0,88	● 1,42
Oriente	● 1,21	● 0,94	● 0,90	● 1,59	● 0,83	● 0,88	● 0,85	● 1,45
Perú	● 0,88	● 1,01	● 1,07	● 1,45	● 1,02	● 1,03	● 0,97	● 1,29

Fuente: MINSA y SINAEF.

Mortalidad por regiones

Otro indicador clave en el seguimiento del COVID-19 es la tasa de mortalidad diaria. El siguiente cuadro muestra un semáforo regional basado en el incremento del número de muertes por millón de habitantes registrado en SINAEF. En el semáforo, el color rojo denota un incremento superior a 4 en el número de muertos por millón de habitantes entre las dos fechas adyacentes. El ámbar denota un crecimiento del número de muertes por millón de habitantes entre 0 y 2 (incremento leve) y el color verde denota una caída del número de muertes. Por ejemplo, a nivel





nacional, el 31 de julio de 2020 el semáforo estuvo en ámbar puesto que las muertes por millón de habitantes aumentaron de 13,5 a inicio de ese mes hasta 15,5 al 31 de julio.

Al igual que lo mostrado por los indicadores del número de reproducción, el ritmo de mortalidad en la primera ola también es heterogéneo. Mientras que la región norte y oriente ya están en descenso, la región centro y sur tienen mortalidad en aumento. Hacia inicios de diciembre de 2020, todos los semáforos se ponen verde lo que evidencia que a nivel nacional y regional la mortalidad llegó a valores mínimos en comparación a los niveles de fines de julio de 2020.

Los semáforos de la quincena de enero del presente año muestran que la mortalidad se incrementó respecto al 1 de diciembre de 2020 de manera uniforme en todas las regiones. Al igual que la información brindada por los estimados del número de reproducción, el ritmo de mortalidad en la quincena de enero muestra el inicio homogéneo de la segunda ola.

MORTALIDAD DIARIA POR MILLÓN DE HABITANTES POR DEPARTAMENTO

Departamento	1-Jul-20	31-Jul-20	1-Dic-20	15-Ene-21
Norte	12,2	● 10,2	● 3,2	● 5,7
Centro	17,2	● 19,7	● 2,3	● 9,0
Sur	6,1	● 18,0	● 1,4	● 4,9
Oriente	10,3	● 6,2	● 1,0	● 1,2
Perú	13,5	● 15,7	● 2,1	● 6,9

Nota: La mortalidad se mide como el promedio móvil 7 días del flujo de muertes por millón de habitantes.
Fuente: MINSA y SINADEF.

Conclusión

La combinación del semáforo regional para el número R con el semáforo de mortalidad permite apreciar la dinámica de la pandemia. Se muestra que la dinámica de la pandemia fue heterogénea en la primera ola ya que la región oriente y norte alcanzaron máximos antes que las regiones centro y sur. En cambio, el inicio de la segunda ola es más homogéneo a lo largo de las regiones.

IV. Finanzas públicas

39. El déficit fiscal aumentó de 7,6 a 9,1 por ciento del PBI entre noviembre de 2020 y febrero de 2021. Esta evolución obedeció al incremento de los gastos no financieros, reflejo de las medidas para enfrentar el incremento de contagios por COVID-19 y que incluyen las nuevas disposiciones adoptadas en 2021 ante la segunda ola, en tanto que los ingresos corrientes como porcentaje del PBI se mantuvieron relativamente estables.

Los mayores gastos no financieros correspondieron principalmente a los gastos corrientes, entre los que destacan las transferencias del segundo bono universal y bono eléctrico en 2020 y del Bono 600 en el presente año; bienes y servicios, como la adquisición de suministros y contrataciones de personal de salud, así como los gastos en mantenimiento vial vecinal de los gobiernos locales; y remuneraciones, por el bono para la reactivación económica otorgado a los trabajadores del sector público, y bonos al personal de salud en el marco de la emergencia sanitaria.

En los gastos de capital resaltan la transferencia al Fondo Mivivienda por el Bono Familiar Habitacional y el Bono del Buen Pagador, y la transferencia de la Autoridad de Transporte Urbano para Lima y Callao – ATU a los operadores privados, asociada a la liberación y saneamiento de áreas para la ejecución de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao. Asimismo, en el gasto en formación bruta de capital destaca la ejecución de proyectos en el marco de Reconstrucción, para enfrentar el COVID-19 y Arranca Perú a cargo de los gobiernos locales, y de proyectos de envergadura como la Línea 2, entre otros.

En los ingresos corrientes resalta el incremento de los ingresos tributarios, lo cual fue reflejo de la reapertura de la actividad económica y la recuperación de la demanda interna, así como del aumento de los precios internacionales de los minerales. Por componentes destaca el aumento de los ingresos por IGV, regularización del Impuesto a la Renta, Impuesto Especial a la Minería e ISC. Entre los ingresos no tributarios destacan el canon y regalías petroleras, regalías mineras y mayores transferencias de utilidades de entidades públicas.

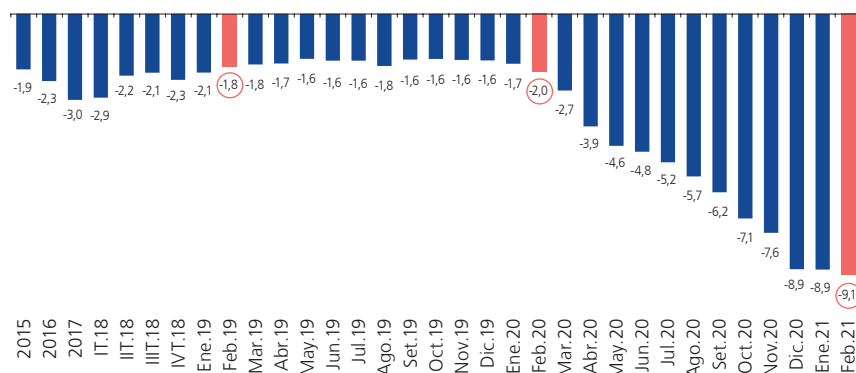




Gráfico 60

RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2021

(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)

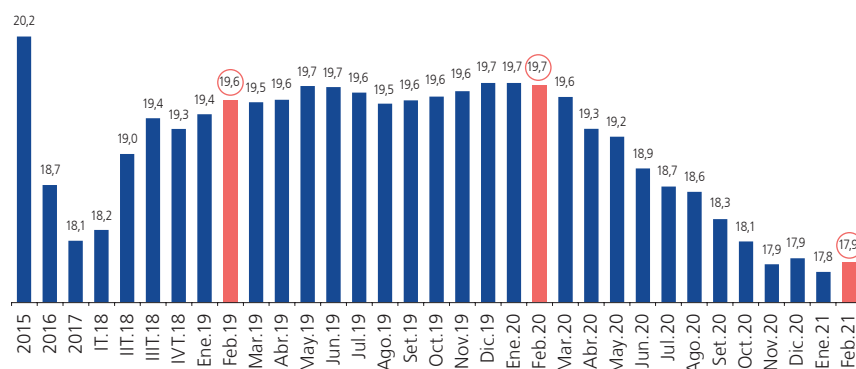


Fuente: MEF, Sunat y BCRP.

Gráfico 61

INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2015-2021

(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)

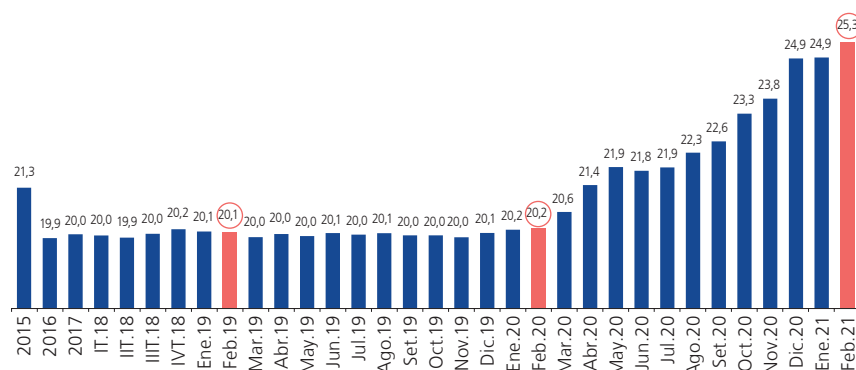


Fuente: Sunat y BCRP.

Gráfico 62

GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2015-2021

(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF y BCRP.

40. En comparación con el último Reporte publicado, se mantiene la proyección de **déficit fiscal** de 4,4 por ciento del PBI para 2021 y se reduce la proyección de 3,0 a 2,8 por ciento para 2022. La proyección para 2021 considera mayores ingresos corrientes, relacionados a precios de exportación más altos, los que compensarían el aumento de los gastos no financieros para enfrentar la segunda ola del COVID-19.

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020	2021*		2022*	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
1. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	17,9	18,8	19,0	19,7	19,9
Variación % real	4,3%	-17,4%	17,4%	19,0%	9,3%	10,4%
2. Gastos no financieros del gobierno general	20,1	24,9	21,6	21,8	21,0	21,1
Variación % real	1,3%	12,5%	-1,1%	-1,1%	1,6%	1,5%
Del cual:						
Gasto corriente	15,5	20,4	17,1	17,2	16,4	16,3
Variación % real	3,3%	19,3%	-4,7%	-4,8%	0,0%	-0,1%
Formación bruta de capital	4,0	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9
Variación % real	-4,7%	-15,8%	16,8%	18,1%	6,8%	7,3%
3. Otros ^{1/}	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,2	-7,3	-2,8	-2,8	-1,3	-1,1
5. Intereses	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7	1,6
6. Resultado económico	-1,6	-8,9	-4,4	-4,4	-3,0	-2,8
Nota:						
Resultado primario estructural ^{2/}	-0,1	-3,6	-1,0	-1,1	0,2	-0,1
Impulso fiscal ponderado ^{2/}	-0,8	1,8	-1,0	-1,3	-0,3	-0,4

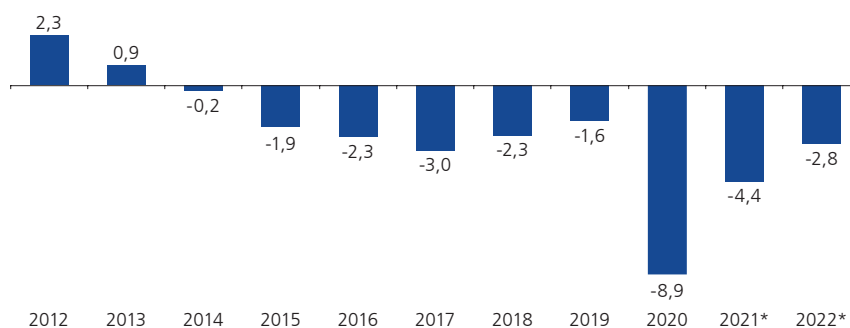
1/ Incluye ingresos de capital del gobierno general y resultado primario de empresas estatales.

2/ En porcentaje del PBI tendencial.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 63
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012- 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.





La reducción del déficit fiscal para 2022 con respecto a lo proyectado en el anterior Reporte responde principalmente al incremento de los ingresos corrientes, sustentado en los mayores precios internacionales y en la recuperación de la actividad económica.

Ingresos corrientes

41. Las tasas de crecimiento esperadas de los **ingresos corrientes** para 2021 y 2022 de 19,0 y 10,4 por ciento en términos reales, respectivamente, serían mayores a las contempladas en el Reporte de diciembre. Esta corrección al alza responde a los mayores ingresos tributarios en ambos años, en línea con el aumento de los precios exportación y el mayor ritmo de recuperación económica en 2022.

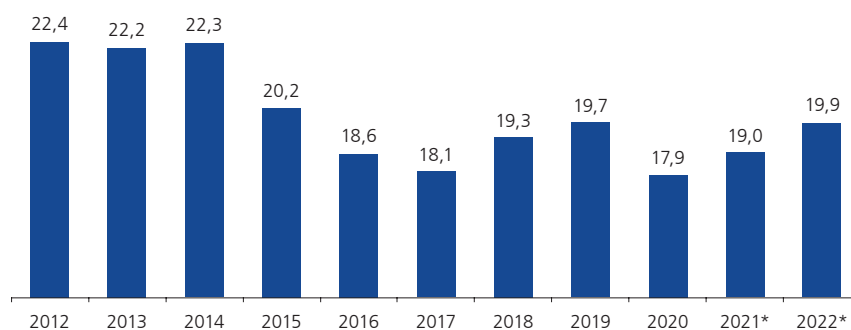
Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020	2021*		2022*	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,8	13,4	14,1	14,4	15,0	15,3
Impuesto a la Renta	5,7	5,4	5,3	5,5	5,9	6,1
Impuesto General a las Ventas	8,2	7,8	8,0	8,2	8,2	8,4
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,6	1,8	1,8	1,9	1,8
Devolución de impuestos	-2,3	-2,4	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,0	4,5	4,7	4,6	4,7	4,6
Contribuciones sociales	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3	2,2
Recursos propios y transferencias	1,7	1,6	1,6	1,4	1,6	1,5
Canon y Regalías	0,6	0,5	0,5	0,7	0,5	0,6
Resto	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
TOTAL	19,7	17,9	18,8	19,0	19,7	19,9

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 64
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gastos no financieros

42. Los **gastos no financieros** se contraerían en 1,1 por ciento en términos reales en 2021, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 21,8 por ciento, menor al 24,9 por ciento registrado en 2020, lo que reflejaría el retiro gradual de las políticas extraordinarias de gasto para enfrentar el COVID-19. Con respecto al Reporte previo los mayores gastos no financieros proyectados corresponden a las transferencias a las familias, debido a la nueva cuarentena focalizada decretada por el Gobierno a partir del 31 de enero. Asimismo, el presente Reporte considera mayores gastos en la adquisición de suministros y contrataciones de personal de salud.

Para 2022 los gastos no financieros registrarían un crecimiento real de 1,5 por ciento, menor al 1,6 por ciento previsto en el último Reporte y en términos del producto, se ubicaría en 21,1 por ciento, en línea con la consolidación fiscal.

Gráfico 65
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)

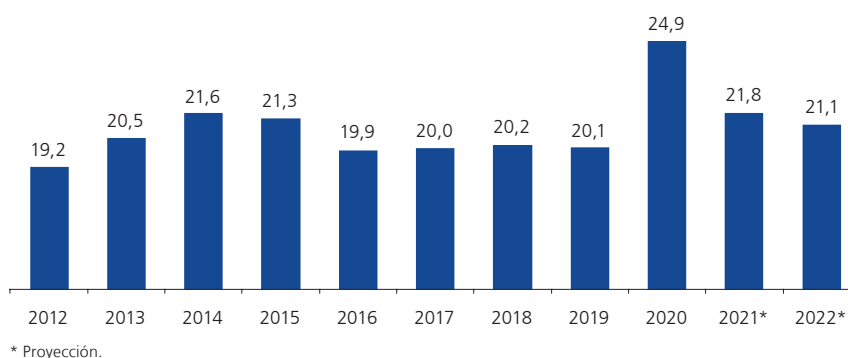
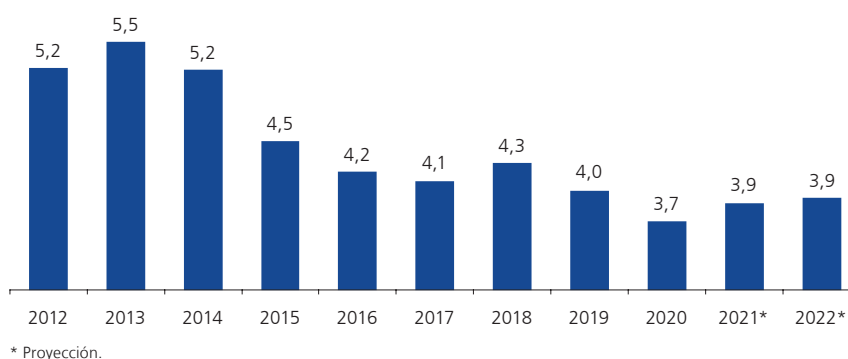


Gráfico 66
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)





Cuadro 26
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

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

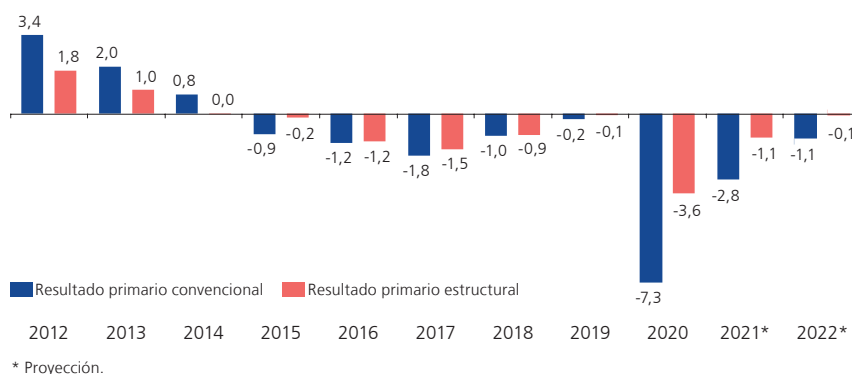
* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Las proyecciones de gasto para 2021 consideran la entrega de S/ 600 por concepto del nuevo Bono 600 a los hogares de las regiones y provincias del país que se encuentran en nivel extremo de contagio por el COVID-19. Mediante el Decreto de Urgencia N° 010-2021 se autorizó una transferencia al Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social de hasta S/ 2 433,7 millones, monto del cual S/ 2 390,2 millones corresponden al pago del bono, el que se entregaría entre el 17 de febrero y 31 de mayo.

Postura fiscal

43. El **resultado primario estructural** es un indicador que permite identificar el efecto de las decisiones de política fiscal sobre las cuentas fiscales. Para ello se aísla los factores fuera del control gubernamental en las cuentas del fisco, en particular sobre la recaudación tributaria, tales como los precios de exportación o la posición en el ciclo económico. El déficit primario estructural se estima en 3,6 por ciento del PBI tendencial en 2020 y se espera sea equivalente a 1,1 por ciento del PBI tendencial en 2021, ambas tasas por encima del déficit primario estructural en 2019, año previo a la pandemia, lo que reflejaría la posición expansiva de la política fiscal en estos años. En tanto, se espera un déficit primario estructural de 0,1 por ciento del PBI tendencial al final del horizonte de proyección, en línea con la consolidación prevista de las finanzas públicas.

Gráfico 67
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012-2022**
 (Porcentaje del PBI y PBI tendencial)



44. El **impulso fiscal** mide el cambio en el resultado primario del Gobierno producto de variaciones en el gasto público y políticas tributarias. El **impulso fiscal ponderado** es un indicador alternativo para medir la postura fiscal, expansiva o contractiva de un año con respecto al inmediato anterior, el cual pondera con multiplicadores diferenciados los cambios en los ingresos estructurales, los gastos corrientes y de capital. Este indicador señala que la posición fiscal habría sido expansiva en 2020, estimada en 1,8 puntos porcentuales del PBI tendencial, que junto a la postura monetaria expansiva atenuaron el choque negativo del COVID-19 en 2020.

Si bien el estímulo fiscal se irá reduciendo en los próximos años, aún se registraría una posición fiscal expansiva en relación a la registrada en 2019, la cual vendría principalmente a través del incremento transitorio del gasto corriente. Esta postura expansiva se observa **al comparar los déficits primarios estructurales** de los años 2020 y 2021 respecto a 2019, cuyas variaciones se estiman en 3,5 por ciento del PBI tendencial para 2020 y 1,0 por ciento del PBI tendencial para 2021.

Financiamiento y deuda

45. Se incrementan ligeramente los **requerimientos de financiamiento** proyectados para 2021, respecto a lo contemplado en el Reporte de diciembre. Esta revisión es producto del mayor déficit fiscal nominal estimado, el cual sería financiado principalmente con una mayor emisión de bonos y, en menor medida, con desembolsos externos. Por otra parte, se reducen los requerimientos de financiamiento estimados para 2022, debido principalmente al menor déficit fiscal nominal esperado.





Cuadro 27
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2019	2020	2021*		2022*	
			RI Dic.20	RI Mar.21	RI Dic.20	RI Mar.21
I. USOS	32 022	66 216	38 827	39 140	29 452	27 643
1. Amortización	19 491	2 761	2 935	2 886	3 495	3 499
a. Externa	4 524	1 024	1 835	1 850	2 599	2 602
b. Interna	14 967	1 738	1 100	1 036	897	897
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>622</i>	<i>498</i>	<i>550</i>	<i>531</i>	<i>550</i>	<i>550</i>
2. Resultado económico	12 531	63 454	35 892	36 253	25 956	24 144
(signo negativo indica superávit)						
II. FUENTES	32 022	66 216	38 827	39 140	29 452	27 643
1. Desembolsos y otros	36 704	36 255	34 655	38 224	19 911	21 814
a. Externas	3 709	8 762	7 327	7 793	2 511	2 514
b. Bonos	32 995	27 492	27 328	30 431	17 400	19 300
2. Variación de depósitos y otros ^{1/}	-4 682	29 961	4 172	915	9 540	5 829
Nota:						
<u>Porcentaje del PBI</u>						
Saldo de deuda pública bruta	26,8	35,0	34,4	34,4	34,4	34,3
Saldo de deuda pública neta	13,0	22,4	24,0	24,1	25,7	25,3
Saldo de depósitos públicos	13,8	12,6	10,3	10,2	8,7	9,0

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Recientemente, el Gobierno peruano realizó colocaciones de bonos globales en el mercado internacional en dos tramos por un monto de US\$ 4 990 millones (US\$ 4 000 millones en dólares y € 825 millones en euros).

En el primer tramo, el 3 de marzo de 2021 se colocaron bonos globales en dólares con vencimientos en los años 2031, 2041 y 2051, las cuales obtuvieron tasas cupones de 2,78, 3,30 y 3,55 por ciento, respectivamente y *spreads* menores a otras colocaciones de bonos globales en la región a plazos similares. En la subasta, el libro de propuestas alcanzó los US\$ 10 000 millones, mientras que al cierre de la subasta la demanda se ubicó en US\$ 8 000 millones, la cual provino de inversionistas de Estados Unidos (71 por ciento), Europa (21 por ciento), Asia (4 por ciento) y Latinoamérica (4 por ciento). La reapertura del bono global 2031 se colocó sobre la par y los bonos 2041 y 2051 se vendieron bajo la par. La curva de rendimiento de bonos globales presentaría un incremento en su plazo residual promedio de 17,8 a 22,5 años con estas nuevas colocaciones. El saldo de bonos globales en dólares al 3 de marzo aumentó de US\$ 16 132 a US\$ 20 132 millones.

En el segundo tramo, el 4 de marzo de 2020 se colocaron € 825 millones de bonos globales en euros al plazo de 12 años y tasa cupón de 1,25 por ciento. El bono se

vendió bajo la par con una tasa de rendimiento de 1,274 por ciento (la más baja entre las colocaciones peruanas previas en euros) y *spread* sobre el bono alemán con vencimiento en el año 2031 de 159 puntos básicos. La demanda fue cerca de dos veces la oferta y provino de Europa (66 por ciento), Estados Unidos (28 por ciento), Asia (3 por ciento) y otros (3 por ciento). Con esta colocación, la curva de rendimiento de bonos globales en euros presentaría un incremento en su plazo residual promedio de 6,95 a 8,43 años. El saldo de bonos globales en euros al 4 de marzo aumentó de € 2 100 a € 2 925 millones.

Cuadro 28
COLOCACIÓN DE BONOS GLOBALES EN EL MERCADO INTERNACIONAL
(En millones)

	Global 2031	Global 2041	Global 2051	Global 2033
Fecha de Subasta	3-Mar-21	3-Mar-21	3-Mar-21	4-Mar-21
Fecha de Emisión	10-Mar-21	10-Mar-21	10-Mar-21	11-Mar-21
Fecha de Vencimiento	23-Ene-31	11-Mar-41	10-Mar-51	11-Mar-33
Plazo	10 años	20 años	30 años	12 años
Moneda	Dólares	Dólares	Dólares	Euros
Monto Emisión	\$1 750	\$1 250	\$1 000	825
Tasa Cupón	2,78	3,30	3,55	1,25
Precio	100,412	96,316	96,609	99,734
Tasa de Rendimiento	2,735	3,559	3,739	1,274
Spread sobre Benchmark	127	144	150	159
Calificación Crediticia				
- Moodys		A3		
- Fitch		BBB+		
- S&P		BBB+		
	Global 2031	Global 2041	Global 2051	Global 2033
Tasa Guía*	Treasury + 160 p.b.	Treasury + 175 p.b.	Treasury + 180 p.b.	Mid Swap+ 135 p.b.
Tasa Treasury/Alemania	1,47	2,12	2,24	-0,31
Tasa Bono Global Dolares	2,62	3,43	3,66	2,74
Tasa Bono Global Euros				0,80
Tasa Bono Soberano	4,57	5,84	5,80	4,75
Spread				
Spread Sobre Benchmark	127	144	150	159

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

Adicional a la colocación de los bonos globales en marzo, en el periodo enero – febrero también se colocaron bonos soberanos por S/ 2 134 millones. De este monto, S/ 911 millones correspondieron al BTP 2028 (tasa cupón de 6,35 por ciento), S/ 526 millones al BTP 2034 (tasa cupón de 5,40 por ciento), S/ 499 millones al BTP 2029-E (tasa cupón de 5,94 por ciento), S/ 169 millones al BTP 2032 (tasa cupón de 6,15 por ciento) y S/ 80 millones al BTP 2040 (tasa cupón de 5,35 por ciento).

Mediante una operación de endeudamiento externo, sin garantía del Gobierno Nacional, el 11 de febrero PetroPerú emitió bonos por US\$ 1,0 mil millones a través de la reapertura del bono con vencimiento en 2047 a una tasa cupón de 5,625 por

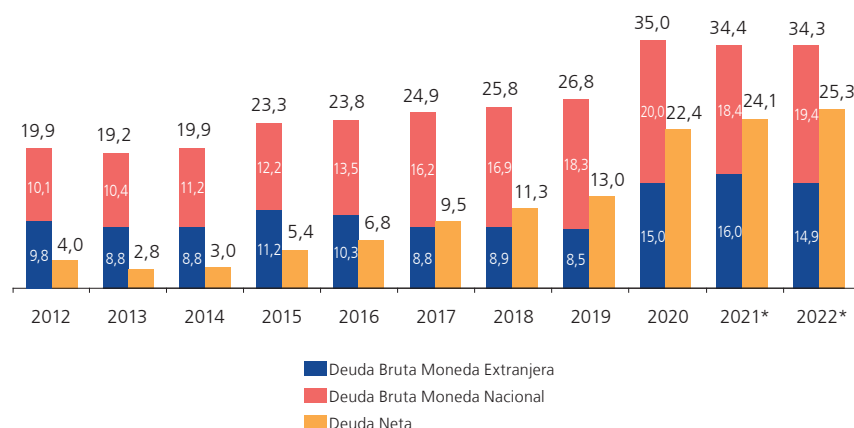




ciento. Esta emisión está destinada a financiar el proyecto de modernización de la refinería de Talara.

La **deuda bruta** del sector público no financiero pasaría de 35,0 a 34,4 por ciento del PBI entre 2020 y 2021 y se ubicaría en 34,3 por ciento al final del horizonte de proyección, en línea con la consolidación fiscal prevista. Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del sector público no financiero aumentaría de 22,4 a 24,1 por ciento del PBI entre 2020 y 2021 y alcanzaría el 25,3 por ciento del producto en 2022, siguiendo la evolución del saldo de los depósitos del sector público no financiero.

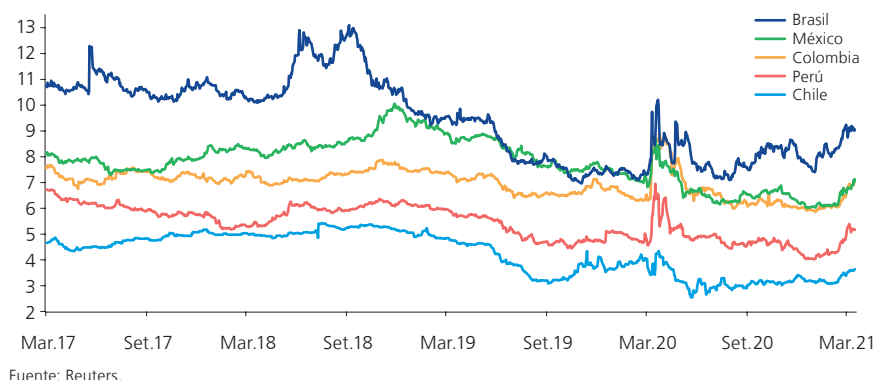
Gráfico 68
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

46. Las tasas de interés en moneda local del mercado de renta fija gubernamental en las economías emergentes incorporaron el empinamiento de la curva de rendimiento de bonos del Tesoro Americano asociado a las mayores expectativas inflacionarias tras el efecto esperado del paquete de estímulo fiscal en la actividad económica. Así, entre diciembre de 2020 y marzo de 2021 las tasas de interés al plazo de 10 años de la región aumentaron en promedio 88 puntos básicos (Chile: 35 puntos básicos y Brasil: 155 puntos básicos); mientras que los bonos de Estados Unidos subieron en similar periodo, en promedio 47 puntos básicos a plazos entre 2 y 30 años. La mayor aversión al riesgo y volatilidad en el mercado de deuda también presionaron al alza las tasas de interés peruanas. Así, en el primer trimestre de 2021 las tasas de bonos en soles, dólares y euros han aumentado en promedio 91, 90 y 27 puntos básicos, respectivamente.

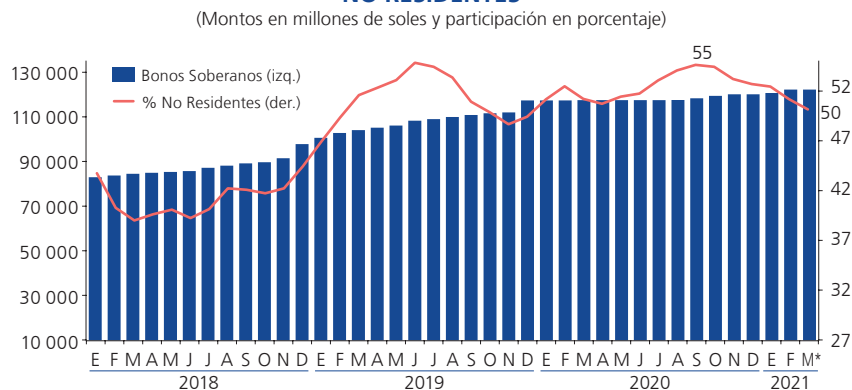
Gráfico 69
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
 (En porcentaje)



En lo que va del primer trimestre de 2021, Chile, Colombia, México y Perú han colocado bonos en el mercado internacional en dólares y en euros para financiar los planes de apoyo económico para aliviar los efectos del COVID-19.

El saldo de bonos soberanos ascendió a S/ 122 252 millones¹⁵ al 12 de marzo de 2021. En este escenario de presiones al alza en las tasas de rendimiento, los inversionistas no residentes disminuyeron sus tenencias de bonos soberanos. Así, la participación de los inversionistas no residentes se redujo de 53 a 50 por ciento del saldo de bonos entre diciembre de 2020 y el 12 de marzo de 2021. Con ello, estas tenencias se redujeron de S/ 63 425 a S/ 61 388 millones.

Gráfico 70
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
 (Montos en millones de soles y participación en porcentaje)



* Información preliminar, al 12 de marzo.

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

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

15 Este monto comprende solo a los bonos a tasa fija y excluye el bono amortizable 2026.



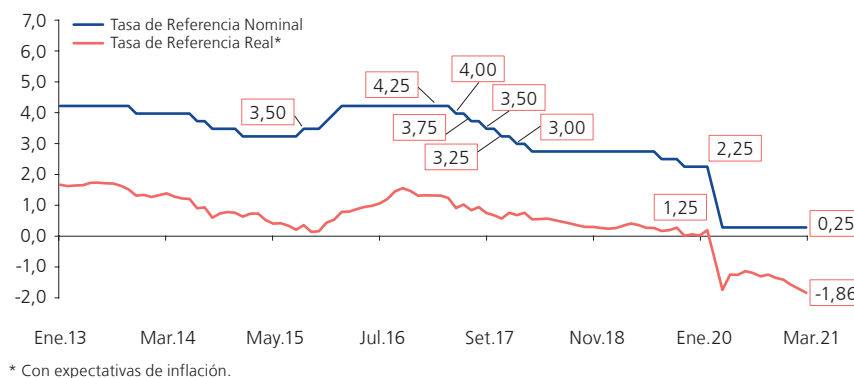


V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

47. El BCRP mantiene desde abril de 2020 una tasa de interés de referencia mínima histórica de 0,25 por ciento, equivalente en marzo de 2021 a una tasa real negativa de 1,86 por ciento. Dada la magnitud del choque asociado a la pandemia, el impulso monetario se ha venido ampliando mediante otros instrumentos de política monetaria.

Gráfico 71
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



48. Las decisiones recientes de política monetaria tomaron en consideración:
- La inflación se mantendría en el rango meta a lo largo de 2021 y 2022, ubicándose en el tramo inferior de dicho rango durante el año 2022, debido

a que la actividad económica se mantendrá aún por debajo de su nivel potencial.

- Las expectativas de inflación a doce meses se situaron entre 1,9 y 2,1 por ciento.
 - Los indicadores tendenciales de inflación se ubicaron en el tramo inferior del rango meta. Así, la tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses fluctuó entre 1,6 y 1,8 por ciento.
 - La tasa de inflación total a doce meses se incrementó transitoriamente por encima de 2,0 por ciento en enero y febrero por factores puntuales de oferta como el aumento de precios de algunos alimentos y combustibles.
 - Los indicadores adelantados moderaron su recuperación en enero y se recuperaron parcialmente en febrero. La mayoría de los indicadores de expectativas de las empresas sobre el crecimiento del PBI se mantienen en el tramo pesimista.
 - La actividad económica mundial viene mejorando, y se espera una recuperación más acentuada en los próximos trimestres en la medida que continúe el proceso de vacunación en el mundo y los programas de estímulo fiscal significativos en Estados Unidos.
49. En términos de comunicación, el BCRP ha enfatizado que “el Directorio considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un periodo prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes”. De esta manera, el BCRP ha dado una guía sobre la posición futura de política monetaria, que también es una señal relevante para el mercado. Asimismo, indicó que “el Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía, y se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades”.
50. En los últimos años, y en especial durante 2020, varios bancos centrales en el mundo han puesto en práctica el denominado *forward guidance*, que es la información que se incluye en el comunicado de política monetaria para señalar sus acciones futuras en el horizonte de proyección. Por ejemplo, en sus comunicados de política monetaria recientes, bancos centrales de economías desarrolladas como la Fed o el Banco Central Europeo (BCE) han establecido que mantendrán el estímulo monetario mientras persistan ciertas condiciones macroeconómicas o se alcancen ciertos niveles de referencia.





Cuadro 29
FORWARD GUIDANCE DE BANCOS CENTRALES ^{1/}

Banco Central	Fecha	TPM (%)	Decisión	Forward Guidance	Próxima Reunión
Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed)	17/03/2021	0,25	Mantener	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved. The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time.	27/04/2021
Banco Central Europeo (BCE)	11/03/2021	0,00	Mantener	The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics.	22/04/2021
Banco de Inglaterra (BoE)	18/03/2021	0,10	Mantener	The MPC will continue to monitor the situation closely. If the outlook for inflation weakens, the Committee stands ready to take whatever additional action is necessary to achieve its remit. The Committee does not intend to tighten monetary policy at least until there is clear evidence that significant progress is being made in eliminating spare capacity and achieving the 2% inflation target sustainably.	06/05/2021
Banco de Japón (BoJ)	21/01/2021	-0,10	Mantener	The Bank will continue with "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control," aiming to achieve the price stability target of 2 percent, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner. It will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed consumer price index (CPI, all items less fresh food) exceeds 2 percent and stays above the target in a stable manner.	19/03/2021
Banco de Canadá (BoC)	10/03/2021	0,25	Mantener	While economic prospects have improved, the Governing Council judges that the recovery continues to require extraordinary monetary policy support. We remain committed to holding the policy interest rate at the effective lower bound until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In the Bank's January projection, this does not happen until into 2023. To reinforce this commitment and keep interest rates low across the yield curve, the Bank will continue its QE program until the recovery is well underway. As the Governing Council continues to gain confidence in the strength of the recovery, the pace of net purchases of Government of Canada bonds will be adjusted as required. We will continue to provide the appropriate degree of monetary policy stimulus to support the recovery and achieve the inflation objective.	21/03/2021
Banco Central de Brasil (BC)	17/03/2021	2,75	Aumento	The Copom decided to start a process of partial normalization by reducing the extraordinary degree of monetary stimulus. For all the aforementioned reasons, the Committee considered appropriate an adjustment of 0.75 p.p. in the Selic rate. In the Committee's evaluation, a swifter adjustment has the benefit of reducing the probability of not meeting the inflation target in 2021, as well as of keeping longer horizon expectations well anchored. Additionally, the broad set of information available to the Committee suggests that this strategy is consistent with meeting the 2022 inflation target, even if social distancing increases temporarily.	05/05/2021
Banco Central de Chile (BCCh)	27/01/2021	0,50	Mantener	El Consejo reitera que mantendrá una política monetaria altamente expansiva, combinando una TPM en su mínimo de 0,5% y medidas no convencionales. En particular, la TPM seguirá en ese nivel durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años y el Banco Central mantendrá la política de reinversión del programa de stock de bonos bancarios anunciada en diciembre. Respecto de la FCIC, el Consejo acordó abrir una tercera etapa que contempla un monto de US\$10 mil millones y una vigencia de seis meses. Esta nueva etapa responde a las actuales necesidades financieras de las empresas, complementando el programa Fogape-Reactiva recientemente aprobado, especialmente en su línea de refinanciamiento.	30/03/2021
Banco Central de México (Banxico)	11/02/2021	4,00	Reducir (0,25)	La Junta de Gobierno tomará las acciones necesarias con base en la información adicional, a fin de que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria. Es necesario salvaguardar el ámbito institucional, fortalecer los fundamentos macroeconómicos y adoptar las acciones necesarias en los ámbitos monetario y fiscal, para propiciar un mejor ajuste de los mercados financieros nacionales y de la economía en su conjunto.	25/03/2021
Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)	11/03/2021	0,25	Mantener	El Directorio considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía, y se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.	08/04/2021

^{1/} Al 18 de marzo.

- La **Fed** “busca lograr empleo máximo e inflación a una tasa de 2 por ciento a largo plazo. Con la inflación persistentemente por debajo de esta meta a largo plazo, el Comité buscará lograr una inflación moderadamente superior al 2 por ciento durante algún tiempo para que la inflación a lo largo del tiempo promedie 2 por ciento y las expectativas de inflación a largo plazo se mantengan ancladas en 2 por ciento. El Comité espera mantener una postura acomodaticia de la política monetaria hasta que se logren estos resultados. El Comité decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 0,25 por ciento. Asimismo, espera que sea apropiado mantener este rango hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles de empleo máximo, según las evaluaciones del Comité, la inflación alcance el 2 por ciento y supere moderadamente 2 por ciento durante algún tiempo”.
- El **BCE** espera que “las tasas de interés oficiales continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 por ciento en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente”.
- Entre los bancos centrales de la región, el **Banco Central de Brasil** decidió iniciar el retiro parcial del estímulo monetario, lo que realizó con el aumento su tasa de interés de política de 2,0 a 2,75 por ciento: “El Comité de Política Monetaria (Copom) decidió iniciar un proceso de normalización parcial reduciendo el extraordinario grado de estímulo monetario. Por todas las razones antes mencionadas, el Comité consideró apropiado un ajuste de 0,75 p.p. en la tasa Selic. En la evaluación del Comité, un ajuste más rápido tiene el beneficio de reducir la probabilidad de no cumplir con la meta de inflación en 2021, así como de mantener bien ancladas las expectativas de horizonte más largo. Además, el amplio conjunto de información disponible para el Comité sugiere que esta estrategia es consistente con el cumplimiento de la meta de inflación en 2022, incluso si el distanciamiento social aumenta temporalmente.”

Medidas adicionales del BCRP ante la pandemia del COVID-19

51. Entre diciembre y febrero el BCRP continuó realizando las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. Así, el saldo de operaciones de inyección de liquidez mediante repos se incrementó de S/ 61,5 mil millones al cierre de noviembre a S/ 62,9 mil millones al 17 de marzo. Este saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez es 8 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 2 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).





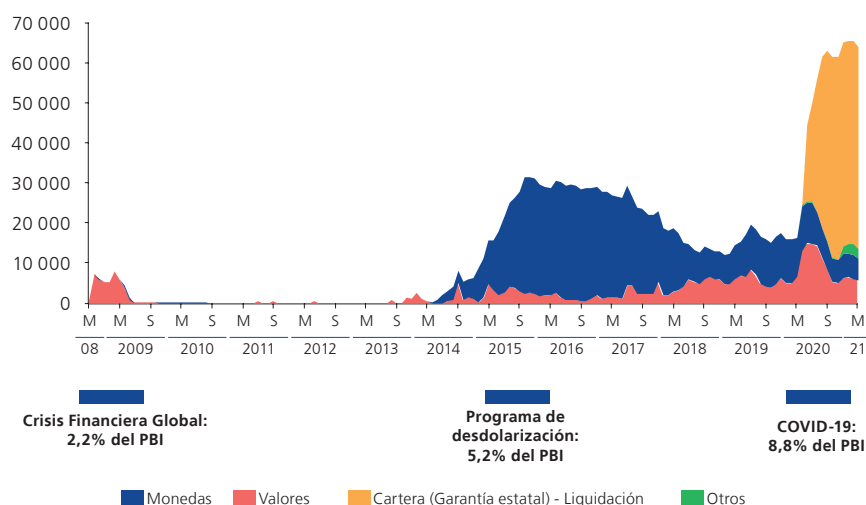
52. Las operaciones de inyección del BCRP antes mencionadas alcanzaron un saldo de S/ 62,9 mil millones, equivalente a 8,8 por ciento del PBI, al 17 de marzo de 2021, de los cuales S/ 11,5 mil millones corresponden a repo de valores, monedas y cartera de créditos, mientras que S/ 50,0 mil millones corresponden al monto liquidado de repos de cartera de crédito con garantía estatal (programa Reactiva Perú).

Cuadro 30
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(Millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Otros*	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct-08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov-08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic-08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Ene-09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb-09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar-09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic-14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar-15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun-15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set-15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic-15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
Crisis Covid-19	Feb-20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
	Mar-20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Abr-20	13 015	10 030	0	0	0	250	23 295
	May-20	15 060	10 145	0	0	19 017	260	44 482
	Jun-20	14 947	8 095	0	0	24 338	260	47 640
	Jul-20	14 452	7 195	0	0	33 090	154	54 891
	Ago-20	11 379	6 895	0	0	42 363	250	60 886
	Set-20	8 604	5 895	0	0	47 002	304	61 805
	Oct-20	5 359	5 695	0	0	49 798	295	61 146
	Nov-20	5 059	5 970	0	0	50 246	269	61 543
	Dic-20	6 309	5 970	0	0	50 729	1 785	64 793
	Ene-21	6 554	6 030	0	0	50 497	2 258	65 339
	Feb-21	6 179	5 230	0	0	50 242	2 598	64 249
	mar-21**	5 804	4 430	0	0	50 045	2 589	62 868

*El rubro "Otros" incluye la compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP, y operaciones de reporte de cartera de créditos.
** Al 17 de marzo.

Gráfico 72
SALDO DE OPERACIONES DE REPO DEL BCRP*
 (Millones de soles)



El rubro "Otros" incluye la compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP, y operaciones de reporte de cartera de créditos.

53. Recientemente, el BCRP ha incorporado como parte de sus instrumentos monetarios a las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo con el objetivo de potenciar la transmisión de su política monetaria hacia las tasas de interés de largo plazo. En particular, esta medida puede impulsar el crecimiento del crédito hipotecario, tomando en consideración que la tasa de ahorro privado se ha incrementado significativamente durante la pandemia. El saldo de repos de valores bajo este programa se ubica en S/ 245 millones a un plazo de 3 años.
54. A través de las operaciones repo de crédito con garantía del Gobierno Nacional, en el marco del programa Reactiva Perú, el BCRP inyectó recursos líquidos a las entidades financieras, permitiendo la expansión al crédito al sector empresarial en 22 por ciento en 2020. La implementación de este programa se realizó bajo condiciones excepcionales de contracción abrupta tanto de la oferta como de la demanda agregada por la pandemia, por lo cual fue necesaria la inyección rápida de liquidez para evitar así una ruptura en la cadena de pagos de la economía y para incentivar la recuperación del aparato productivo.
55. Luego de la implementación inicial del programa Reactiva Perú, las restricciones para el control de la pandemia se han mantenido por un periodo de tiempo más prolongado. Aunque la economía se ha venido recuperando de manera





importante, varios sectores han sido particularmente afectados por las medidas de confinamiento, principalmente aquellos que tuvieron una reapertura tardía de sus actividades durante 2020, y que recientemente han vuelto a ver restringidas sus operaciones por las medidas de prevención sanitarias adoptadas desde enero del presente año. Por ello, en marzo de 2021 se aprobó una reprogramación focalizada en aquellos sectores de empresas cuyos ingresos se han visto más afectados por las restricciones sanitarias.

56. El programa de reprogramación de créditos otorgados en el marco del programa Reactiva Perú (DU N° 026-2021) está dirigido a empresas que son solventes, es decir viables en el largo plazo, pero que requieren la reprogramación de sus créditos por problemas de liquidez derivados de la caída temporal en sus ventas. El objetivo es lograr que las empresas beneficiarias puedan contar con un tiempo suficiente para recuperar la capacidad de generación de ingresos y que puedan con ello cumplir con las deudas pactadas, reduciendo de este modo la probabilidad de quiebra y manteniendo así el acceso al financiamiento necesario de sus actividades.

El esquema procura que las empresas que ya se encuentran en una situación que les permita pagar sus obligaciones continúen haciéndolo. De esta forma se favorece la recuperación de la producción y el empleo, y se reduce también el potencial costo fiscal del programa, mediante una menor ejecución esperada de las garantías.

57. En el nuevo esquema se permitirá la reprogramación de créditos con garantías del Gobierno Nacional del programa Reactiva Perú por un monto máximo de S/ 16 mil millones sobre los más de S/ 50 mil millones de préstamos garantizados vigentes. Los requisitos y condiciones para acceder a este esquema estarán asociados al tamaño del crédito original y a la caída en el nivel de ventas registrada en el cuarto trimestre de 2020, respecto a similar periodo del año anterior. Las garantías del Gobierno Nacional en el esquema de reprogramaciones se darán por el mismo porcentaje de cobertura pactada en las condiciones iniciales de acogimiento a Reactiva Perú.

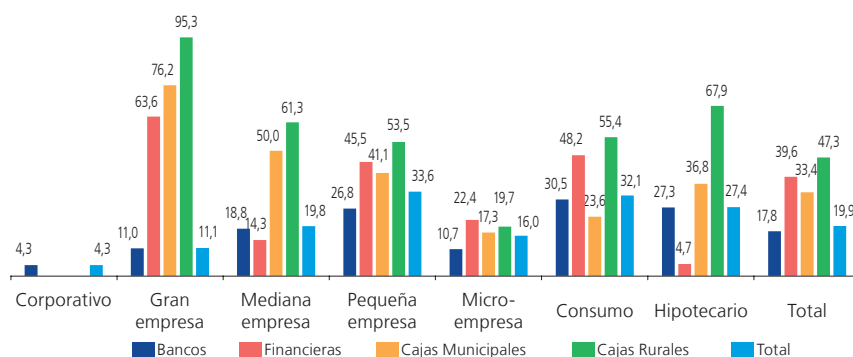
A las empresas que accedan al esquema se les otorgará por una sola vez un nuevo periodo de gracia de hasta 12 meses adicionales al periodo de gracia original. En este nuevo periodo de gracia dichas empresas solo pagarán los intereses correspondientes. Asimismo, la tasa de interés del nuevo crédito reprogramado será la tasa de interés del programa original y podrán incluir un margen adicional asociado al costo operativo de la reprogramación y al mayor plazo y costo de fondeo de la entidad financiera. El programa estará vigente hasta el 15 de julio de 2021.

58. En este escenario, en el ejercicio de sus funciones y teniendo en cuenta su autonomía constitucional, el BCRP podrá realizar las operaciones de inyección de liquidez que considere necesarias para preservar la estabilidad monetaria, incluyendo la posibilidad de repos de cartera con garantía gubernamental. Sin embargo, el nuevo programa contempla también la posibilidad de que las entidades financieras

utilicen sus propios recursos para financiar la reprogramación, si el otorgamiento de las garantías se desvincula del otorgamiento de la operación repo de cartera por parte del BCRP.

59. Teniendo en cuenta el mayor impacto y duración de los efectos de la pandemia, otros países han implementado esquemas de reprogramación de sus programas de crédito garantizado. Por ejemplo, en Chile se aprobó en enero de 2021 el programa FOGAPE Reactiva, mediante el cual las empresas que no tengan ventas anuales mayores de US\$ 40 millones (1 millón de Unidades de Fomento) podrán hasta el 31 de diciembre de 2021 refinanciar los créditos con garantía estatal otorgados al inicio de la pandemia y ampliar el plazo de pago en un año adicional a los actuales créditos FOGAPE-COVID, aunque con mayores tasas de interés en un rango entre 3,5 y 7,7 por ciento por el mayor plazo y riesgo de las operaciones.
60. El año pasado las reprogramaciones de crédito autorizadas por la SBS permitieron contener el eventual aumento de la morosidad del sistema financiero. Al 31 de enero de 2021 las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) han reprogramado créditos por un saldo de alrededor de S/ 73 mil millones, equivalentes al 20 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias. Asimismo, a enero de 2021 se encuentra reprogramado el 34 por ciento de la cartera de pequeñas empresas, el 16 por ciento de la cartera de microempresas y el 32 por ciento de la cartera de consumo. Las entidades especializadas en microfinanzas tienen reprogramadas al menos el 33 por ciento de sus carteras.

Gráfico 73
CRÉDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS ^{1/}: ENERO DE 2021
(Como % del total de créditos)



^{1/} Bancos, financieras, cajas municipales y cajas rurales.

Fuente: Balances de comprobación de sociedades depositarias.

Cabe mencionar que el saldo total de créditos reprogramados a enero es inferior en S/ 55 mil millones al observado en junio de 2020 (S/ 128 mil millones, equivalente al 35,6 por ciento de la cartera), lo cual se explica por el pago de las reprogramaciones en línea con la reapertura de las actividades económicas.





61. Por su parte, desde el 15 de julio de 2020 el BCRP ha venido realizando operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de crédito a través de las cuales, las entidades financieras obtienen liquidez con plazos largos y en condiciones favorables, cuando reprograman créditos de sus clientes, en plazos entre 6 y 48 meses y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente. La reducción de las tasas de interés de los créditos reprogramados debe ser de por lo menos 20 por ciento o 200 puntos básicos de la tasa de interés original del crédito (el mayor de ambos). Al 17 de marzo de 2021, el saldo neto vigente de repos de reprogramación asciende a S/ 1 302 millones, de los cuales S/ 1 268 millones corresponden a repos de cartera bajo el esquema alternativo, y S/ 34 millones a repos de valores.
62. Entre las acciones tomadas por el Poder Ejecutivo para apoyar el crédito destaca la creación del programa PAE-MYPE el 12 de febrero (DU 019-2021), cuyo objetivo principal es garantizar créditos de los sectores productivos afectados por la pandemia del COVID-19. El PAE-MYPE cuenta con un fondo de S/ 2 mil millones para promover el financiamiento del capital de trabajo hasta por 36 meses, y otorga un periodo de gracia de pago de 12 meses, dentro de los 36 meses de plazo. El gobierno garantizará el pago en un 98 por ciento para los créditos de hasta S/ 20 mil y en un 90 por ciento para aquellos de hasta S/ 60 mil. Las MYPE podrán acceder a este beneficio hasta el 30 de junio de 2021. La encargada de la administración y fiscalización del PAE-MYPE es la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE).
63. Además del programa Reactiva Perú, desde marzo de 2020 el gobierno ha puesto en marcha otros programas de crédito con garantía estatal como FAE-MYPE (vigente hasta el 31 de diciembre de 2020), FAE-Agro y FAE Turismo (ambos vigentes hasta el 30 de junio de 2021). En el caso del programa FAE MYPE se ha dispuesto también la posibilidad de realizar reprogramaciones (DU 029-2021) en forma similar a las que se han permitido para los créditos Reactiva Perú, facilidad que permanecerá vigente hasta el 15 de julio de 2021.
64. Adicionalmente, el gobierno dictó medidas para reprogramar el pago de créditos a personas naturales y MYPE afectadas por la crisis del COVID-19. Estas medidas básicamente se centran en el otorgamiento de garantías del Gobierno Nacional a través del Programa de Garantías COVID-19 para créditos personales, de consumo, hipotecarios, vehiculares y MYPE. El monto máximo previsto de estas garantías asciende a S/ 5 500 millones. El Programa de Garantías COVID-19 tiene vigencia hasta el 31 de marzo de 2021 y al 1 de marzo se han reprogramado créditos por S/ 128 millones.
65. El 5 de febrero de 2021, la SBS emitió medidas prudenciales complementarias relacionadas al Estado de Emergencia (Oficio múltiple N° 06302-2021). En primer lugar, se estableció que las entidades financieras pueden continuar efectuando reprogramaciones en el marco del COVID-19, previa evaluación individual de la

capacidad de pago del cliente. Segundo, se dispuso que solo se podrán efectuar modificaciones unilaterales de operaciones de crédito siempre y cuando el cliente haya realizado al menos el pago de una cuota que incluya capital e intereses. no pudiendo el cronograma de pago modificado extenderse por más de 3 meses en total. En tercer lugar, en el caso de créditos en situación de refinanciados, podrán ser materia de modificaciones contractuales previa evaluación individual, manteniendo la última clasificación de riesgos registrada al momento de la modificación contractual, siempre y cuando se encuentren al día en sus pagos. En ningún caso, el nuevo cronograma se podrá extender por más de 3 meses en total. Para efectos del cumplimiento del requisito de estar al día en sus pagos, el crédito del deudor no debe presentar más de 30 días calendario de atraso real al momento de la modificación contractual.

Operaciones monetarias del BCRP

66. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre diciembre y febrero. Para ello, el banco esterilizó liquidez mediante el vencimiento neto de Repos de Monedas (S/ 740 millones) y de Repos de Valores (S/ 130 millones), el aumento del saldo de CD BCRP (S/ 1 976 millones) y CDR BCRP (S/ 1 419 millones), y el vencimiento anticipado de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 488 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por la liquidación neta de Repos de Cartera (S/ 813 millones) y el vencimiento neto de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 417 millones). Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 63 472 millones en diciembre de 2020 a S/ 62 927 millones a fines de febrero de 2021, mientras que el saldo de CD BCRP y CDR BCRP pasó de S/ 47 459 millones en diciembre a S/ 50 854 millones en febrero.

Cuadro 31
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

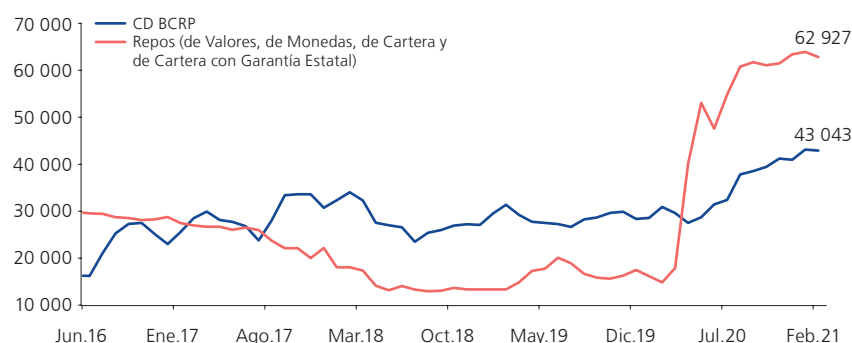
	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic. 19	Dic. 20	Feb. 21	Dic. 19	Dic. 20	Feb. 21
Esterilización Monetaria						
1. CDBCRP	28 365	41 067	43 043	2,50	0,74	0,49
2. CDRBCRP	0	6 392	7 811	1,00	0,18	0,24
3. Depósitos a plazo y overnight	2 115	43 714	43 296	1,00	0,23	0,24
Inyección Monetaria						
4. Repos de Monedas	11 050	5 970	5 230	3,85	2,80	2,77
5. Repos de Valores	6 350	6 309	6 179	3,31	1,09	1,06
6. Repos de Cartera	0	464	1 277	n.d.	0,50	0,50
7. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	0	50 729	50 242	n.d.	1,40	1,40
8. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 100	200	200	3,85	3,18	3,18

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





Gráfico 74
SALDO DE OPERACIONES REPO Y DE CDBCRP
(Millones de S/)



Así, el saldo de las operaciones de reporte disminuyó de 19,0 a 18,5 por ciento de los activos netos del BCRP entre diciembre de 2020 y febrero de 2021. Por el lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del Sector Público disminuyeron su participación de 20,8 a 17,5 por ciento, mientras que los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDR BCRP, depósitos a plazo y *overnight*) aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 27,3 a 27,7 por ciento en el mismo periodo.

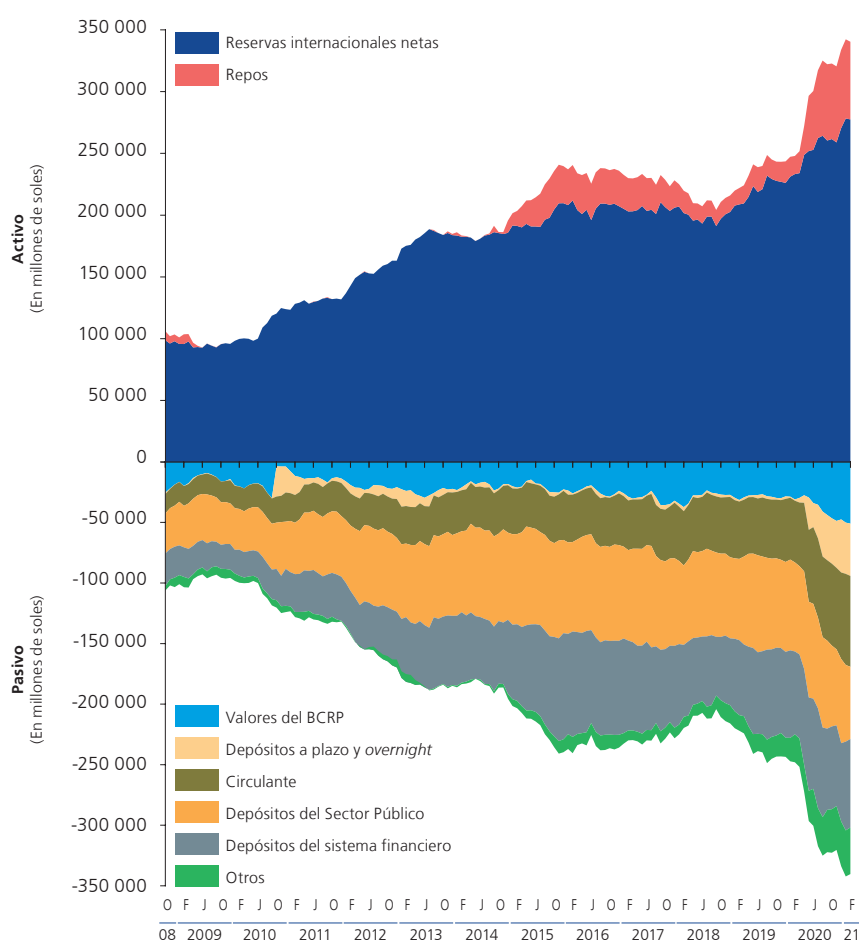
Cuadro 32
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.19	Dic.20	28 Feb.21
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	92,9%	81,0%	81,5%
	(US\$68 315 mills.)	(US\$74 706 mills.)	(US\$76 28 mills.)
Repos	7,1%	19,0%	18,5%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1 Depósitos totales del Sector Público	30,5%	20,8%	17,5%
En moneda nacional	18,8%	17,5%	15,6%
En moneda extranjera	11,7%	3,3%	1,9%
2. Depósitos totales del sistema financiero	29,1%	19,4%	21,5%
En moneda nacional	5,1%	4,3%	3,5%
En moneda extranjera	24,0%	15,1%	18,0%
3. Instrumentos del BCRP	12,5%	27,3%	27,7%
CD BCRP	11,6%	12,3%	12,6%
CDR BCRP	0,0%	1,9%	2,3%
Depósitos a Plazo	0,0%	10,7%	11,3%
Depósitos overnight	0,9%	2,4%	1,4%
4. Circulante	21,4%	21,4%	22,0%
5. Otros*	6,5%	11,1%	11,3%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.

El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, a febrero de 2021 los activos del BCRP ascienden a S/ 340 432 millones, equivalente a 47,9 por ciento del PBI, mayor al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del Banco Central.

Gráfico 75
EVOLUCIÓN DE LA HOJA DE BALANCE DEL BCRP: 2008-2021

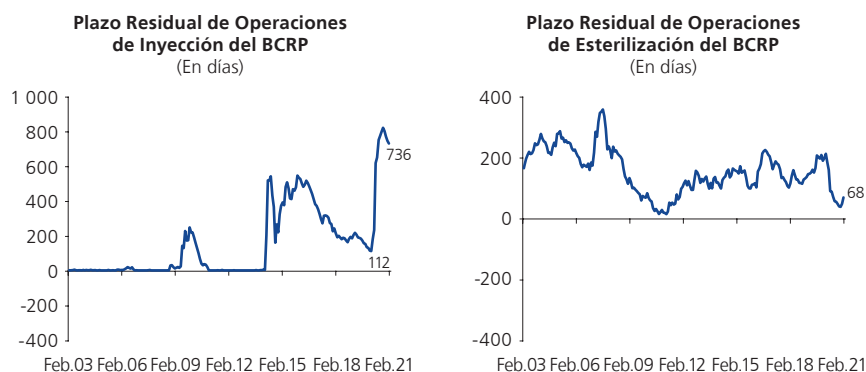


La mayor inyección a plazo se refleja en el aumento en el plazo residual de estas operaciones, de 112 días en febrero de 2020 a 736 días en febrero de 2021. En la misma línea, el BCRP ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos. Así, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero de 2020 a 68 días en febrero de 2021.





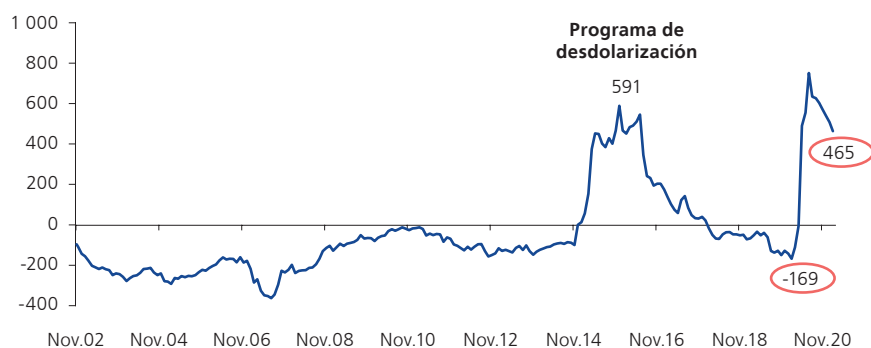
Gráfico 76



El plazo residual neto de operaciones del BCRP¹⁶ captura la posición expansiva del BCRP en la curva de rendimiento. Cuando se inyecta liquidez a plazos largos y se esteriliza a plazos cortos, se impulsa el aplanamiento de la curva de rendimiento y el plazo residual neto es mayor. Así, un plazo residual neto elevado denota mayor liquidez en el sistema financiero, ya que cuenta con activos líquidos próximos a vencer (CD BCRP) y tiene obligaciones de recomprar los activos reportados en un largo plazo. A febrero el plazo residual neto ponderado de las operaciones del BCRP es de 465 días.

Gráfico 77

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



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

Mercados financieros

67. La liquidez inyectada por el BCRP al sistema financiero al inicio de la emergencia sanitaria continúa reflejándose en algunas tasas de interés del mercado monetario. Sin embargo, con la culminación del programa Reactiva Perú las tasas de interés del mercado de crédito vienen aumentando, aunque aún se ubican por debajo de sus promedios históricos en el primer trimestre de 2021. Las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y doce meses disminuyeron en promedio 23 y 4 puntos básicos entre diciembre de 2020 y marzo de 2021, respectivamente, ubicándose en nuevos niveles mínimos históricos desde setiembre de 2010. En el mercado interbancario se registró una ligera reversión de la tendencia de bajos niveles de transacción observada desde mayo de 2020, que se asocia a la alta liquidez del sistema bancario por las operaciones de reporte del programa Reactiva Perú.

En el caso de los segmentos de menor riesgo crediticio (corporativo y grandes empresas), sus tasas de interés disminuyeron en promedio 16 y 60 puntos básicos, respectivamente, en el primer trimestre del año. Similarmente, la tasa de interés del sector hipotecario ha descendido de 6,4 a 5,9 por ciento, y se ubica en su mínimo histórico. De otro lado, los segmentos de medianas, pequeñas y micro empresas presentan mayores tasas de interés pero aún se ubican en niveles menores a los existentes previos al inicio del programa Reactiva Perú y a sus promedios históricos.

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

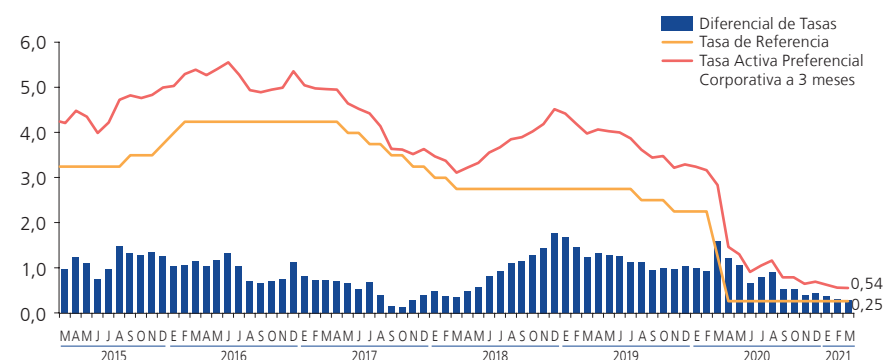
	Dic.18	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Feb.21	Mar.21
Pasivas										
Depósitos hasta 30 días	3,1	2,3	2,0	1,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,0	2,8	2,6	2,4	1,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	3,3	3,0	3,0	2,4	1,8	1,1	0,7	0,8	0,7
Activas										
Preferencial Corporativa 90 días	4,5	3,3	2,8	1,5	1,3	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5
Corporativos	4,9	3,8	3,6	4,0	2,9	3,0	2,5	2,5	2,2	2,4
Grandes Empresas	6,4	6,0	5,9	5,6	2,0	2,6	4,1	4,6	4,4	4,0
Medianas Empresas	9,8	9,3	8,9	8,1	2,4	3,9	4,2	6,1	8,5	8,2
Pequeñas Empresas	18,5	18,0	18,1	18,2	2,0	4,3	6,2	17,2	18,2	18,4
Microempresas	32,7	31,3	32,6	33,1	3,2	3,8	10,7	30,1	32,4	33,3
Consumo	44,9	40,9	39,3	41,4	40,4	38,6	38,3	39,5	38,5	38,8
Hipotecario	7,6	7,0	6,7	6,8	6,9	6,8	6,7	6,4	6,0	5,9

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





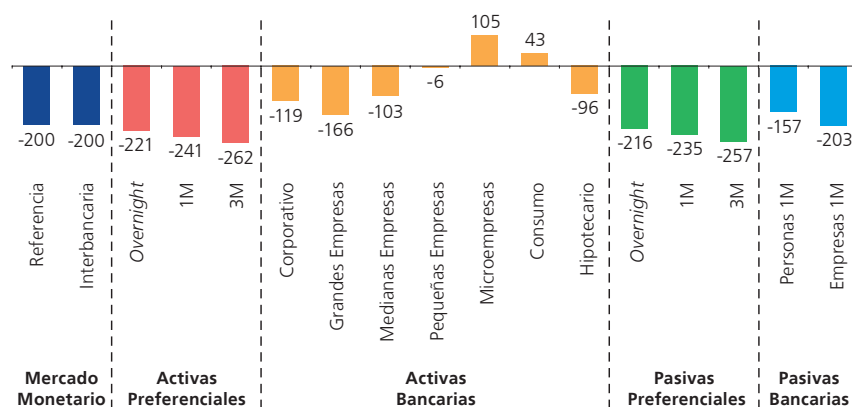
Gráfico 78
**TASA DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA
A 90 DÍAS Y TASA DE REFERENCIA**
(En porcentaje)



*Al 17 de marzo.
Fuente: BCRP y SBS.

En 2020, la flexibilización de las condiciones monetarias en soles mediante las operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional al sistema financiero de hasta 3 años, las medidas de reducción de encaje, la reducción de la tasa de interés de referencia, las operaciones de reporte de cartera con garantía del Gobierno Nacional y las operaciones de reporte de reprogramación han dinamizado el crédito al sector privado y han acelerado el traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia al resto de tasas del sistema financiero.

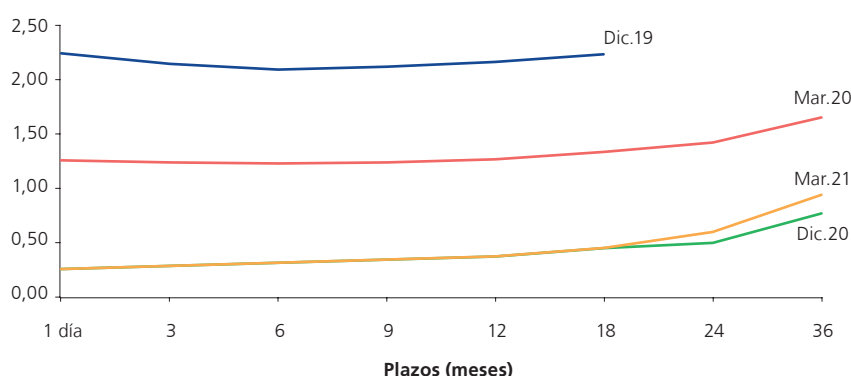
Gráfico 79
CAMBIO DE TASA DE INTERÉS EN SOLES ENTRE FEBRERO DE 2020 Y MARZO DE 2021
(Puntos Básicos)



* Al 17 de marzo.
Fuente: BCRP y SBS.

68. La curva de rendimiento de los valores del BCRP presenta un mayor empinamiento a los plazos de 2 y 3 años en marzo de 2021, en línea con la expectativa de los agentes económicos, quienes esperan que la tasa de referencia se mantenga estable hasta el segundo semestre de 2022. Así, para plazos de 24 y 36 meses, las tasas aumentaron en 10 y 17 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 80
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL ^{1/}
(En porcentaje)



1/ Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CDBCRP.

* Al 18 de marzo.

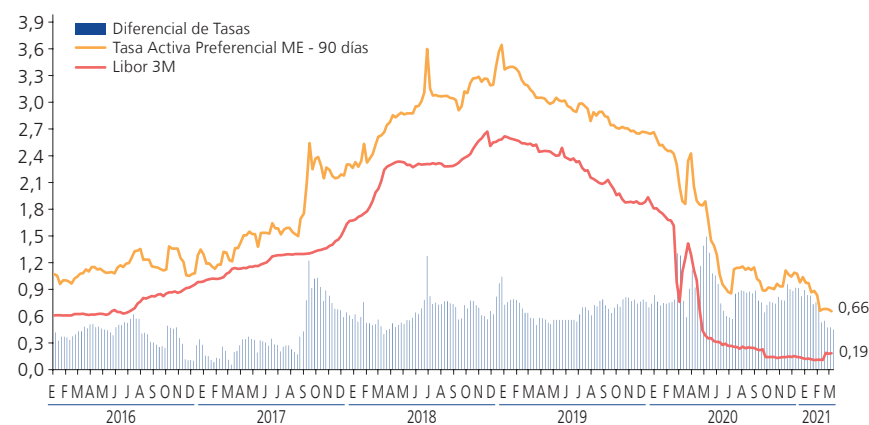
Fuente: BCRP.

69. En el caso de las tasas de interés en dólares, disminuyó la tendencia alcista del mercado monetario registradas en meses previos. En el primer trimestre de 2021 las tasas se mantienen relativamente estables y con tendencia a la baja. Así, entre diciembre de 2020 y marzo de 2021, la tasa interbancaria en moneda extranjera ha bajado de 0,28 a 0,25 por ciento, mientras que las tasas de interés preferenciales activas cobradas a los principales clientes, disminuyeron en promedio 31 puntos básicos a plazos entre 1 y 6 meses, mientras que las tasas de interés pasivas preferenciales también descendieron pero en menor magnitud (3 puntos básicos). El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa Libor disminuyó de 84 puntos básicos en diciembre de 2020 a 47 puntos básicos en marzo de 2021. De otro lado, el *spread* entre la tasa de interés pasiva y la tasa Libor a 3 meses se mantiene estable, subiendo ligeramente en el primer trimestre de 3 a 5 puntos básicos.





Gráfico 81
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA
 A 90 DÍAS Y TASA LIBOR A 3 MESES**
 (En porcentaje)



* Al 17 de marzo.
 Fuente: BCRP.

De forma similar, las tasas de interés pasivas a plazo disminuyeron en promedio 3 puntos básicos entre diciembre de 2020 y marzo de 2021. En el mercado de créditos se observa un comportamiento similar al existente en soles, aquellos segmentos con mayor riesgo crediticio presentan mayores tasas de interés. Asimismo, se continúa observando una reducción considerable en el crédito desembolsado en dólares (caída de 10 por ciento interanual en octubre 2020).

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

		Dic.18	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Feb.21	Mar.21*
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	1,9	1,5	1,0	0,6	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,0	1,3	1,1	1,2	0,9	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,9	1,4	1,0	1,2	1,2	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	3,6	2,7	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9	1,0	0,7	0,7
	Corporativos	4,0	3,2	2,7	3,1	3,1	2,8	2,3	2,0	1,9	1,9
	Grandes Empresas	5,5	5,5	4,8	4,7	5,3	5,2	4,7	4,5	4,4	4,3
	Medianas Empresas	6,9	6,6	6,7	6,6	6,6	6,3	6,7	5,9	6,1	6,1
	Pequeñas Empresas	9,9	8,8	7,7	8,3	6,0	4,8	6,1	5,3	7,5	7,7
	Microempresa	7,1	11,0	12,3	9,8	16,8	15,6	6,9	8,5	9,4	4,0
	Consumo	36,1	36,1	36,1	37,3	37,1	36,6	34,4	35,1	34,7	34,8
	Hipotecario	6,1	5,6	5,9	5,6	5,5	6,0	5,9	5,4	4,9	5,0

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

* Al 17 de marzo.

Fuente: BCRP y SBS.

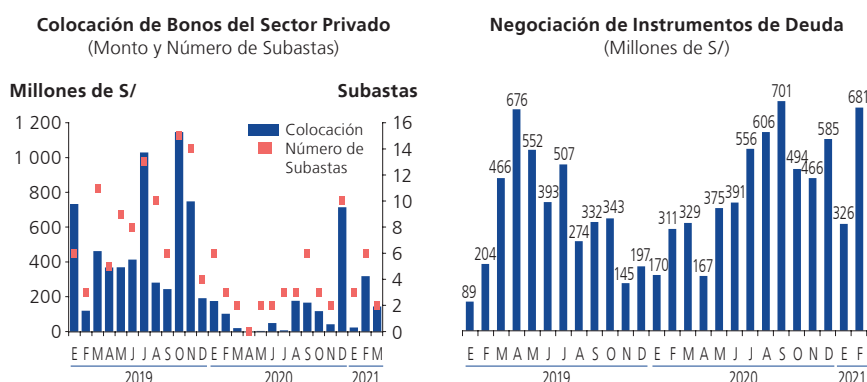
Mercado de renta fija

70. El endeudamiento de las empresas peruanas en los mercados de capitales locales y externos presenta una ligera desaceleración respecto al cuarto trimestre de 2020, asociado al incremento del costo de financiamiento en el mercado externo por el empinamiento de la curva de bonos del Tesoro Americano en febrero y marzo de 2021. A pesar de ello, se mantiene la perspectiva positiva por el compromiso de los bancos centrales en mantener las políticas de inyección de liquidez, así como por el aumento en el precio de las materias primas.

Las colocaciones por oferta pública de empresas del sector privado en el mercado de capitales local entre enero y marzo de 2021 ascienden a S/ 430 millones, menor a lo emitido en el cuarto trimestre de 2020 (S/ 875 millones). El 88 por ciento subastado corresponde a valores en soles y la preferencia de los emisores es hacia valores de corto plazo.

De otro lado, la negociación de valores de deuda en el mercado secundario en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en enero y febrero de 2021 aumentó en 17 por ciento respecto al promedio mensual del cuarto trimestre de 2020. Asimismo, la participación de los inversionistas no residentes en valores locales en soles y dólares se mantuvo estable en el primer trimestre de 2021.

Gráfico 82
MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: SMV.

En el caso del financiamiento de empresas privadas peruanas en el mercado externo, en lo que va del año las empresas Volcan e Inretail Consumer realizaron colocaciones por US\$ 475 y US\$ 600 millones, respectivamente. En el caso de Volcan, los valores se emitieron a 5 años, tasa cupón de 4,38 por ciento y *spread* respecto al bono





del Tesoro Americano de 5 años de 392 puntos básicos y de 326 puntos básicos respecto al bono global peruano. Esta colocación se combinará con una inyección de capital para refinanciar la recompra del bono con vencimiento en febrero de 2022. Para Inretail Consumer la emisión de bonos se realizó a 7 años, tasa cupón de 3,25 por ciento y *spread* respecto al bono del Tesoro Americano de 7 años de 206 puntos básicos y de 107 puntos básicos respecto al bono global peruano. En el caso de las empresas públicas, Petroperú reabrió el bono con vencimiento en 2047 y colocó US\$ 1 000 millones, los fondos obtenidos permitirán la culminación de los trabajos de construcción de la Refinería de Talara durante el año 2021, los cuales a la fecha registran un avance superior al 93 por ciento.

De otro lado, en el primer trimestre se continúa observando colocaciones internacionales por entidades no residentes en soles, realizándose cuatro emisiones por un total de S/ 330 millones a plazos entre 2 meses y 5 años. El monto colocado en el año 2020 es el nivel máximo histórico (S/ 1 801 millones) el cual fue incentivado por el bajo costo de cobertura, la demanda de los inversionistas por valores en soles que ofrecen cupones mayores a otros países emergentes, la confianza en la fortaleza del sol, y la expectativa de recuperación de la economía peruana este año.

En el caso de los inversionistas institucionales, estos continúan presentando una recuperación en el valor de sus carteras administradas tras la caída registrada en marzo de 2020 por el inicio del aislamiento social y por los retiros extraordinarios de las AFP.

Por un lado, el valor la cartera de las AFP en 2020 disminuyó en S/ 9 949 millones, presentando una caída anual de 6 por ciento, la más baja desde 2011, asociado a la desvalorización de los activos en febrero y marzo de 2020, y a los desembolsos realizados por el retiro solicitado por los Decretos de Urgencia 034-2020 y 038-2020, la Ley 31017 y la Ley 31068 que ascendió a S/ 32,7 miles de millones a febrero de 2021. Por ello, entre abril y julio de 2020; y nuevamente desde diciembre de 2020 y febrero de 2021 las AFP generaron liquidez para realizar el pago a los afiliados mediante la liquidación de sus inversiones en el exterior; sus inversiones locales (principalmente bonos soberanos); con operaciones de reporte con el BCRP; con ventas de bonos soberanos y dólares al BCRP; y la reducción de sus depósitos en el sistema financiero local. Es importante indicar que, las facilidades otorgadas por el BCRP permitieron que la liquidación de valores en montos significativos en un periodo corto de tiempo tuviera impactos no deseados sobre las tasas de interés y la estabilidad de los mercados financieros.

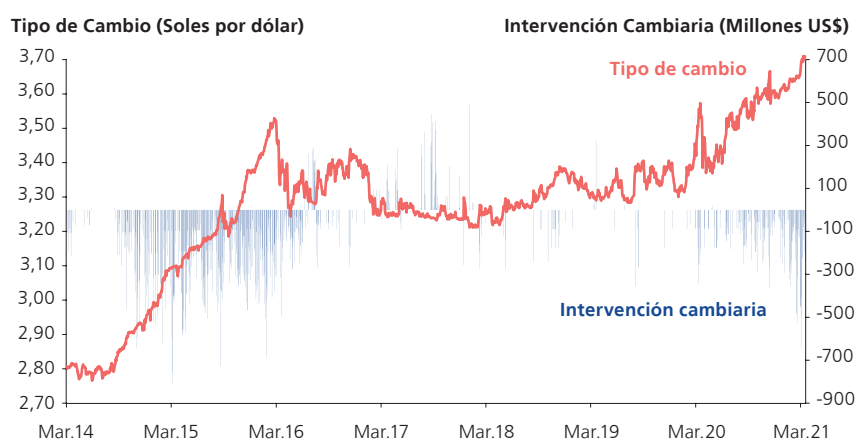
Mercado cambiario

71. En el primer trimestre de 2021, las monedas de la región se depreciaron por el incremento en expectativas de inflación en las principales economías desarrolladas en línea con el optimismo sobre el desempeño económico global en 2021 y los nuevos estímulos fiscales. Además, la volatilidad en los mercados cambiarios se

mantiene alta, considerando las nuevas medidas de contención por el aumento de casos y variantes del coronavirus, la incertidumbre sobre la velocidad de vacunación en la región y los procesos electorales que ocurrirán en los próximos meses.

En el año los agentes económicos esperan una apreciación del sol luego de las elecciones presidenciales de abril por las perspectivas positivas en el sector externo y en el precio del cobre.

Gráfico 83
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP ^{1/}



^{1/} Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiario. Al 18 de Marzo de 2021.

En el contexto de alta incertidumbre a nivel externo y local, donde el tipo de cambio alcanzó el récord histórico de S/ 3,711 por dólar el 12 de marzo, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de la subasta de *swaps* cambiarios venta, de colocación de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y de ventas en la mesa de negociación, con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio del sol y con ello preservar la estabilidad del sistema financiero y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Así, entre enero y marzo se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 20 480 millones al plazo de 2 y 9 meses, y vencieron S/ 6 798 millones de forma regular. Con ello, el saldo de *swaps* cambiarios venta al 18 de marzo se ubica en S/ 21 817 millones. En el caso de los CDR BCRP, se colocaron S/ 6 749 millones al plazo de 3 meses y vencieron S/ 4 832 millones, con lo que el saldo al 18 de marzo se ubica en S/ 8 309 millones. El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y de CDR BCRP alcanza el nivel de S/ 30,1 millones (4,2 por ciento del PBI), nivel inferior al observado en el primer trimestre de 2016 (S/ 39,8 mil millones equivalente a 6,4 por ciento del PBI). Adicionalmente, el BCRP intervino directamente en el mercado a través de ventas *spot* por US\$ 1 663 millones en la mesa de negociación.





Cuadro 35
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

	Días de negociación	Número de días de intervención						Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var.% anualizada)
		Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			
					Spot	Instrumentos	Total	
2016	250	50	117	132	20%	47%	53%	7,3%
2017	249	55	26	64	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	12%	3,4%
2019	249	4	6	10	2%	2%	4%	4,4%
2020	254	13	97	100	5%	38%	39%	7,4%
2021*	54	29	43	44	54%	80%	81%	2,5%

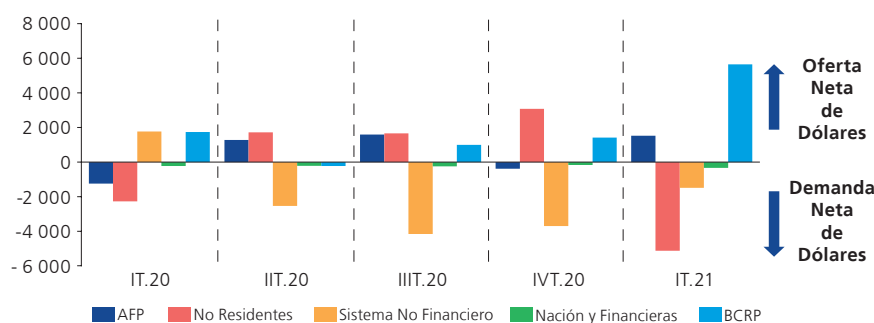
* Al 18 de marzo de 2021.

En el primer trimestre de 2021, el mercado cambiario registra una demanda neta de dólares de US\$ 5 429 millones, la cual se descompone en: (i) Demanda Neta en el mercado *spot* por US\$ 1 668 millones que proviene principalmente de las empresas del sistema no financiero (fundamentalmente el sector corporativo) y los inversionistas no residentes, quienes disminuyeron sus tenencias de Bonos del Tesoro Público (BTP) en S/ 2 210 millones¹⁷; mientras que las AFP destacan con la oferta neta de dólares (US\$ 1 247 millones) al haber liquidado sus inversiones en el exterior para contar con la liquidez necesaria para cubrir el segundo retiro de fondos aprobados en la Ley N° 31068; y (ii) Demanda Neta en el mercado de Derivados por US\$ 3 776 millones, en la que destaca la compra de dólares de los inversionistas no residentes, mientras que por el lado de la oferta, las ventas netas de las AFP se asocian a la gestión de cobertura del riesgo cambiario de su cartera de inversiones. Usualmente, los fondos de pensiones representan demanda neta *spot* por la proporción de los aportes mensuales que destinan a inversiones en moneda extranjera.

Con ello, la alta demanda de dólares del sector privado ha sido cubierta con la participación del BCRP en el mercado cambiario (oferta neta de dólares de US\$ 5 640 millones) principalmente con colocaciones netas de *swaps* cambiario venta (US\$ 3 545 millones).

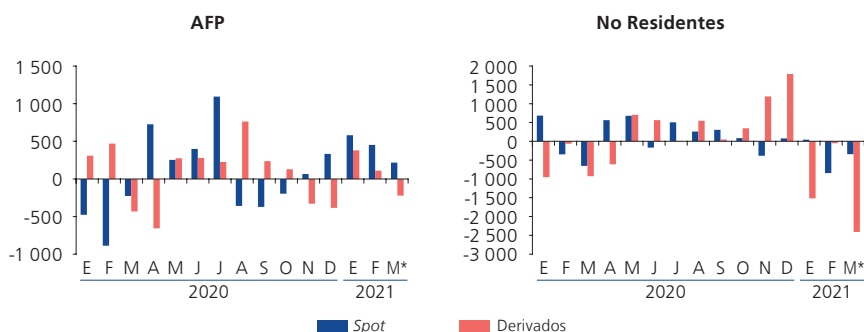
17 Generalmente estos inversionistas ofertan dólares (spot) cuando invierten en los BTP. Según sus expectativas sobre la evolución del tipo de cambio y su retorno esperado, toman cobertura (demanda cambiaria) mediante posiciones largas en derivados (*forwards*).

Gráfico 84
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO (SPOT Y DERIVADOS)
 (Millones de dólares)



* Al 17 de Marzo de 2021.
 Fuente: BCRP.

Gráfico 85
FLUJOS CAMBIARIOS DE AFP Y NO RESIDENTES
 (Millones de US\$)



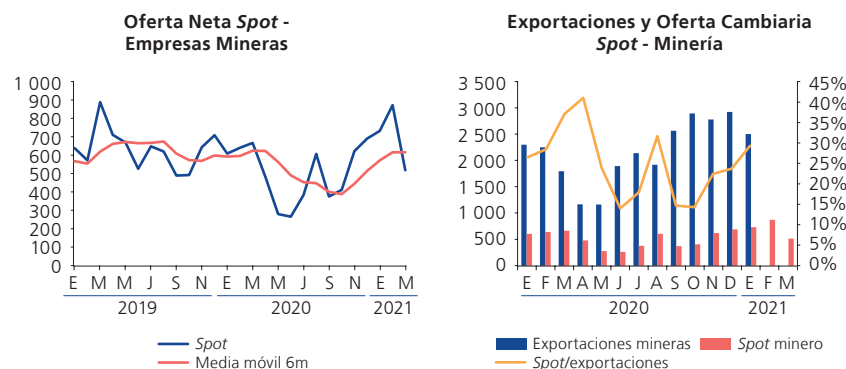
* Al 17 de marzo de 2021.

En el caso del sector minero, durante el primer trimestre presenta una oferta neta de dólares de US\$ 2 129 millones, mayor a la del cuatro trimestre de 2020 (US\$ 1 728 millones). Esta oferta minera de dólares se asocia a la recuperación de las exportaciones de este segmento, luego de las restricciones por la pandemia, y a su incremento importante en los últimos meses. La proporción de esta oferta de dólares sobre las exportaciones mineras fluctúa aproximadamente entre 20 y 40 por ciento, y en enero de 2021 fue de 29 por ciento. Si se mantiene constante el nivel de exportaciones a febrero, esta proporción estaría en alrededor de 35 por ciento.





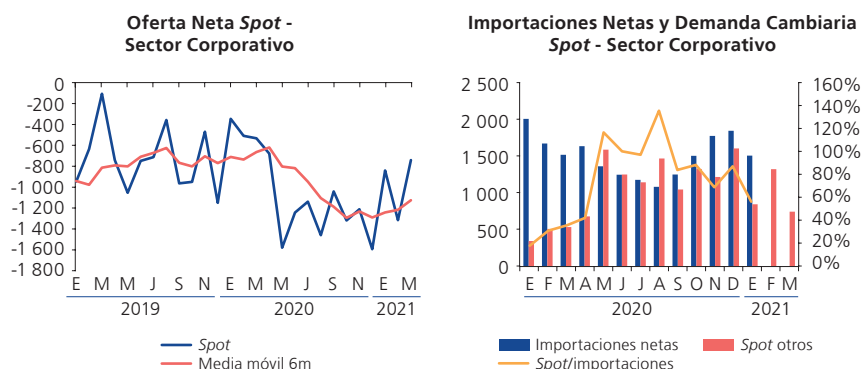
Gráfico 86
OFERTA NETA SPOT DE EMPRESAS MINERAS Y EXPORTACIONES
(Valores en Millones de Dólares y ratio en %)



Al 17 de marzo de 2021.

En el caso de la demanda neta del sector corporativo (US\$ 2 891 millones), esta fue menor que la del cuarto trimestre de 2020 (US\$ 4 392 millones). Estos flujos cambiarios corresponden, usualmente, a una demanda neta de dólares (principalmente, en el *spot*). En 2019, el promedio mensual fue de alrededor de US\$ 750 millones. Luego del impacto de la pandemia, a partir de marzo de 2020, este promedio subió a alrededor de US 1200 millones. La proporción de la demanda neta de este rubro sobre las importaciones netas (importaciones menos las exportaciones distintas a las mineras) fluctúa ampliamente puesto que incluye, además, empresas no vinculadas a operaciones de comercio exterior.

Gráfico 87
OFERTA NETA SPOT DE SECTOR CORPORATIVO E IMPORTACIONES NETAS
(Valores en Millones de Dólares y ratio en %)



Al 17 de marzo de 2021.

72. Durante los periodos de elecciones presidenciales se suele observar mayor volatilidad cambiaria, similar a lo que sucede hoy en día, y ello está asociado a un incremento en la percepción de riesgo de los inversionistas no residentes hacia la economía peruana. Sin embargo, esta mayor volatilidad en el tipo de cambio suele ser transitoria, disipándose luego de que se conocen los resultados de la elección. Asimismo, la intervención en el mercado cambiario por parte del BCRP ha ayudado también a reducir la volatilidad del tipo de cambio durante estos episodios como pasamos a detallar:

Cuadro 36
INTERVENCIÓN CAMBIARIA EN PERIODOS DE ELECCIONES PRESIDENCIALES

	Instrumentos y Spot ^{1/}	Días de Interv.	USDPEN ^{2/}			Índice Dólar DXY ^{3/}		
			Var. %	Min	Max	Var. %	Min	Max
Primera Vuelta 2006	59	5	1,57	3,281	3,385	0,20	88,63	90,85
Segunda Vuelta 2006	3	2	-2,01	3,254	3,345	-4,38	83,91	89,65
Primera Vuelta 2011	445	6	1,16	2,767	2,816	-2,60	75,07	78,61
Segunda Vuelta 2011	-1 172	9	-1,46	2,749	2,831	-0,35	72,93	76,10
Primera Vuelta 2016	-6 841	39	-2,50	3,318	3,530	-4,82	94,24	99,01
Segunda Vuelta 2016	-4 259	34	0,58	3,243	3,378	-0,05	92,63	95,89

1/ Negativo indica ventas de dólares.

2/ Una variación positiva del tipo de cambio indica una depreciación del sol y una apreciación del dólar (Índice DXY).

3/ Mide el valor del dólar estadounidense respecto a una canasta de seis moneas (euro, yen japonés, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo).

Fuente: BCRP y Reuters.

- i. Elecciones 2006 (9 de abril y 4 de junio): Entre el 1 de febrero y el 7 de abril de 2006 el tipo de cambio aumentó 1,6 por ciento de S/ 3,311 a S/ 3,363 por dólar. Luego de conocerse los resultados de la primera vuelta electoral, el tipo de cambio descendió 2,0 por ciento hasta S/ 3,262 por dólar. La volatilidad del sol, medida como la desviación estándar de la variación porcentual diaria del tipo de cambio, ascendió en la primera y segunda vuelta a 5,8 y 5,5 por ciento respectivamente, la cual descendió luego de conocerse los resultados de la segunda vuelta hasta llegar a 1,2 por ciento. En este episodio el BCRP realizó compras de dólares en el mercado *spot* por US\$ 59 millones en 5 días en la primera vuelta y US\$ 3 millones en 2 días en la segunda vuelta. Los mercados financieros externos presentaron un comportamiento estable en este episodio electoral.



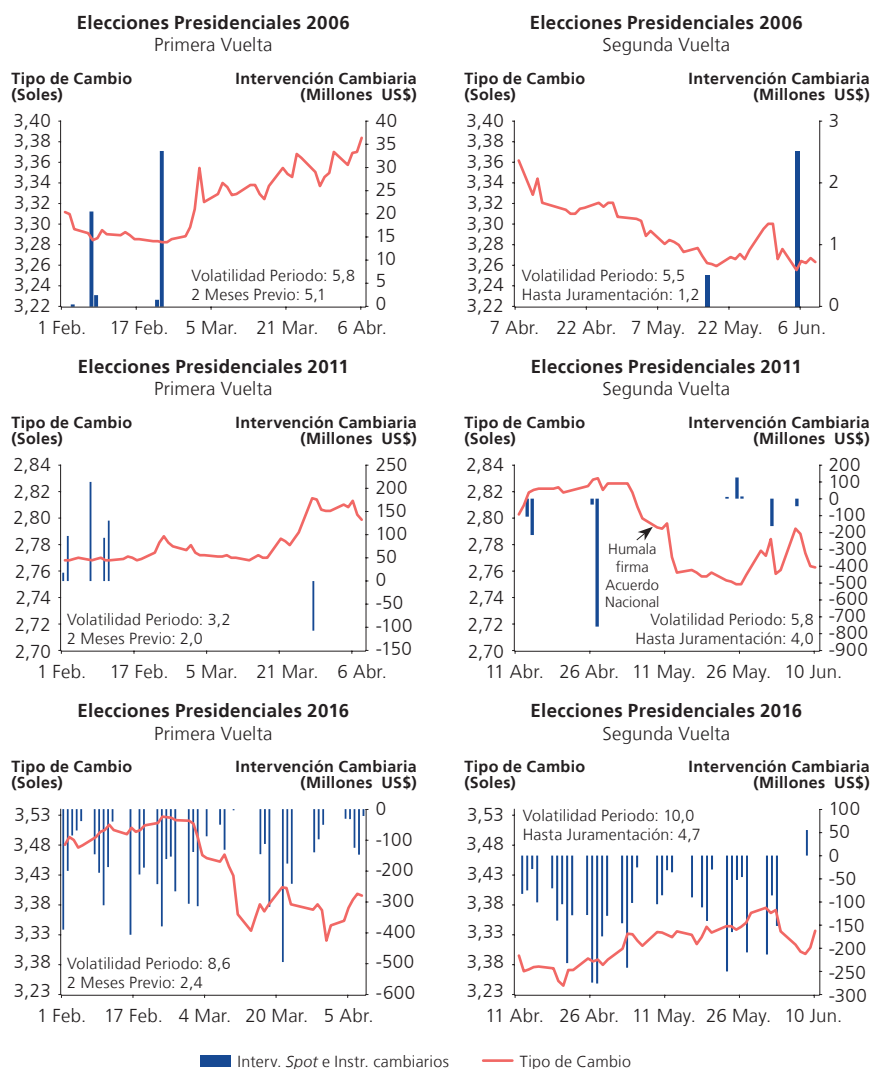


- ii. Elecciones 2011 (10 de abril y 5 de junio): En esta oportunidad el tipo de cambio subió 1,1 por ciento de S/ 2,767 a S/ 2,799 por dólar entre el 1 de febrero y 7 de abril. Inmediatamente, con los resultados de la primera vuelta el sol se depreció por siete días consecutivos entre el 10 y 19 de abril. La tendencia alcista de los días previos descendió luego de que uno de los candidatos realizó compromisos que calmaron a los mercados. Luego de anunciarse los resultados de las elecciones y hasta la juramentación del nuevo titular del Poder Ejecutivo, el sol se apreció (1,8 por ciento). En este caso, el BCRP intervino entre el 1 de febrero y 8 de abril en la mesa de negociación a través de compras en el mercado *spot* por US\$ 497 millones y a través de colocaciones de CDLD BCRP por US\$ 54 millones y CDR BCRP por US\$ 107 millones. En la segunda vuelta el BCRP intervino en el mercado cambiario en nueve oportunidades para realizar ventas netas de dólares por US\$ 1 172 millones (ventas en el mercado *spot* por US\$ 583 millones y colocaciones de CDR BCRP por US\$ 737 millones, y compras en el mercado *spot* por US\$ 149 millones).

En la segunda vuelta, la volatilidad se ubicó significativamente por encima de la registrada en la primera vuelta (5,8 y 3,2 por ciento, respectivamente). Cabe indicar que en la segunda vuelta de 2011 los mercados financieros externos presentaban una alta volatilidad asociada a los problemas de deuda en Europa y el riesgo que Estados Unidos entre en recesión.

- iii. Elecciones 2016 (10 de abril y 5 de junio): Entre febrero y julio de 2016 el sol presentó una alta volatilidad asociada tanto al proceso electoral como al entorno externo caracterizado por la incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento en China y caída significativa en el precio de los *commodities* en el mes de febrero, la cual fue disminuyendo en los meses siguientes. Así, en la primera vuelta (entre el 1 de febrero y el 8 de abril) el tipo de cambio disminuyó en 2,5 por ciento, pasando de S/3,482 a S/ 3,395 por dólar (máximo de S/ 3,530). En la segunda vuelta, el tipo de cambio se apreció en 2,95 por ciento pasando de S/ 3,395 por dólar el viernes 8 de abril a S/3,295 el lunes 11 de abril (la apreciación diaria más alta entre junio de 1992 y marzo de 2021). En términos de intervención, en la primera y segunda vuelta hubo operaciones por US\$ 6 841 y US\$ 4 529 millones, respectivamente, de los cuales cerca de 91 por ciento correspondió a colocaciones de CDR BCRP y *swaps* cambiarios venta en 73 días de intervención (76 por ciento del total de días).

Gráfico 88

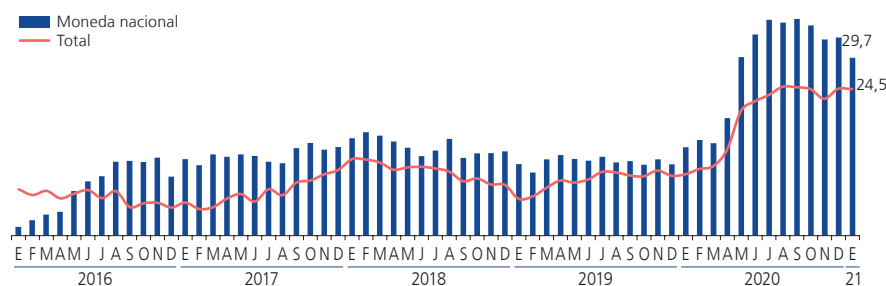
VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN PERIODOS DE ELECCIONES PRESIDENCIALES**Liquidez**

73. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 24,5 por ciento en enero. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 29,7 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 14,8 por ciento, reflejando así una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional.





Gráfico 89
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)



El coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 35,8 por ciento en 2019 a 32 por ciento en enero de 2021. Dicha caída es explicada por una disminución del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 30,1 a 26,5 por ciento) y de las empresas (de 45,9 a 39,2 por ciento).

Para el resto del año y para 2022 se espera que los depósitos moderen su crecimiento, pero continúen creciendo a una tasa mayor a la del crédito al sector privado.

Cuadro 37
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO) ^{1/}
(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Ene-21	Dic-21*	Dic-22*
Circulante (fin de periodo)	4,7	10,1	33,5	36,3	37,3	47,8	10,0	3,0
Depósitos en moneda nacional	11,9	15,4	33,6	36,2	33,1	29,7	5,1	7,1
Depósitos totales ^{1/}	10,0	11,6	22,5	24,8	24,6	24,5	5,2	5,4
Liquidez en moneda nacional	10,2	13,3	32,1	34,7	32,3	31,9	6,2	6,1
Liquidez total ^{1/}	9,4	10,9	24,1	26,3	25,9	27,4	5,0	5,0
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	19,5	3,8	3,4
Crédito al sector privado total ^{1/}	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	11,6	3,0	3,0

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

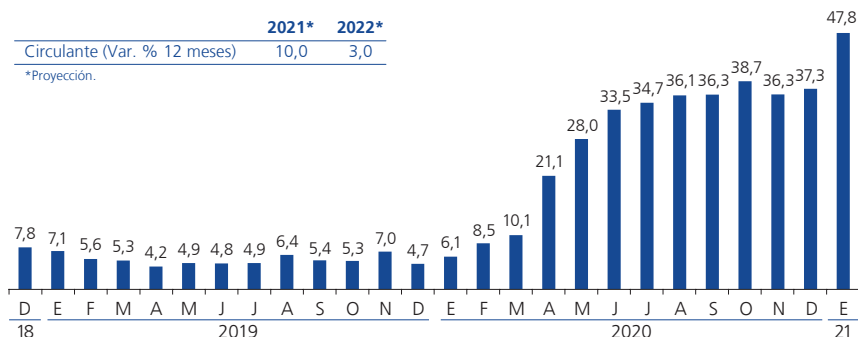
*Proyección.

74. El **circulante** crecería en 10 por ciento en 2021 y 3 por ciento en 2022. Dicho crecimiento contempla el efecto de la mayor acumulación de billetes y monedas de manera precautoria por parte de la población desde el inicio del Estado de

Emergencia¹⁸. Este incremento habría correspondido a la mayor demanda transaccional y precautoria originada por los efectos del Estado de Emergencia ante la pandemia de COVID-19, efecto que se mantendría en el presente año. Las restricciones en la actividad económica y la implementación de subsidios monetarios para que las personas de bajos recursos cubran sus necesidades básicas habrían llevado a que un segmento importante de la población utilice efectivo en sus transacciones y además lo mantengan por motivos de precaución en la actual coyuntura.

Si bien el comportamiento del circulante se normalizó desde junio de 2020 por el inicio de las fases de reactivación económica, su crecimiento volvió a acelerarse en enero de 2021. Se espera que la entrega del Bono 600 tenga un impacto al alza en el crecimiento del circulante en el primer trimestre de 2021.

Gráfico 90
CIRCULANTE
(Variación % 12 meses)



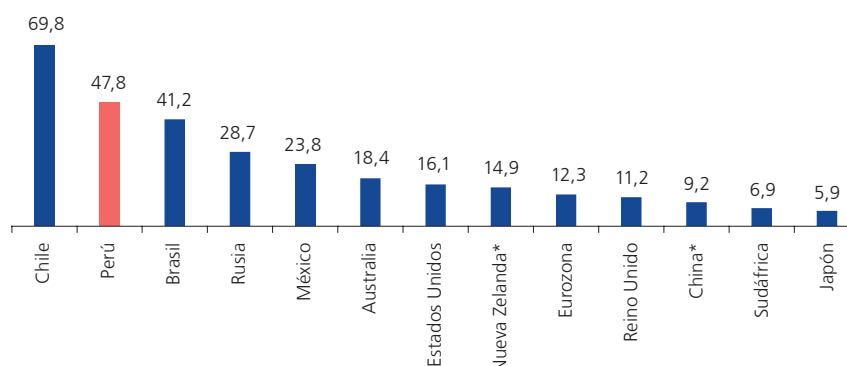
75. La tasa de crecimiento anual del circulante en enero de 2021 fue 47,8 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en marzo de 2020, de 10,1 por ciento, y en diciembre de 2020, de 37,3 por ciento.

Estos incrementos de dinero en efectivo disponible obedecen al aumento precautorio de la demanda por circulante (la tasa de crecimiento anual de la velocidad en el cuarto trimestre de 2020 fue negativa en 21,9 por ciento, inferior a la tasa de crecimiento observada en el primer trimestre, negativa en 12,1 por ciento). En este sentido, a pesar del creciente uso de medios pagos alternativos (dadas las mejoras tecnológicas), la demanda por efectivo ha sido excepcionalmente alta.

18 El ahorro precautorio de efectivo habría sido impulsado principalmente por las transferencias a las familias a través de los bonos otorgados por el estado, y los retiros de efectivo de las cuentas de CTS y de las AFP.



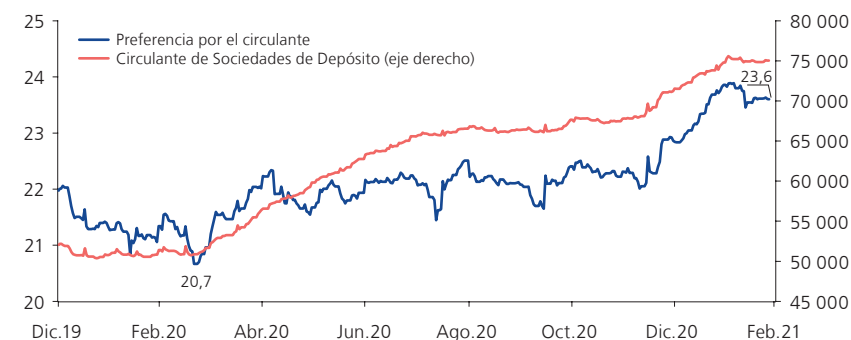
Gráfico 91
CRECIMIENTO MUNDIAL DEL CIRCULANTE: ENERO DE 2021
(En variaciones porcentuales)



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

76. A inicios de la cuarentena de marzo de 2020, la preferencia por el circulante había alcanzado niveles mínimos históricos (20,7 por ciento). Posteriormente, se observó un crecimiento sostenido hasta la primera semana de mayo, para luego mantenerse ligeramente por encima de 22 por ciento. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de diciembre, la preferencia por el circulante ha vuelto a ascender, para mantenerse alrededor de 23,6 por ciento desde la segunda quincena de febrero.

Gráfico 92
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



* Preliminar.

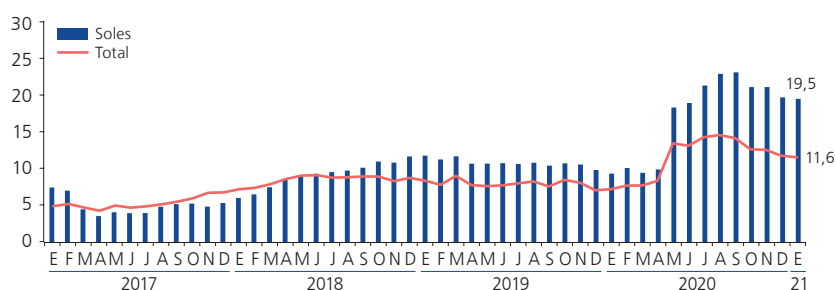
Crédito al sector privado

77. El **crédito al sector privado** se aceleró desde una tasa de expansión de 6,9 por ciento en 2019 a una tasa interanual de 11,6 por ciento en enero de 2021, lo que fue impulsado principalmente por los préstamos asociados al programa Reactiva Perú otorgados entre mayo y diciembre del año pasado. Por segmentos, el crédito a empresas creció 22,1 por ciento, mayor a la tasa observada en diciembre de 2019 (4,2 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales pasó de crecer 11,3 por ciento en 2019 a caer 4,1 por ciento en enero de 2021. En el caso del crédito a las personas, se registró una disminución del crédito vehicular (4,3 por ciento) y el de tarjetas de crédito (44,8 por ciento), mientras el resto de créditos de consumo y el crédito hipotecario se incrementaron en 9,5 y 3,3 por ciento respectivamente. Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son las medianas empresas (51,1 por ciento), seguido de las pequeñas y microempresas (21,8 por ciento), y corporativos y grandes empresas (10,1 por ciento).

El crédito en soles continúa creciendo a tasas de dos dígitos, impulsado principalmente por el programa Reactiva Perú, aunque su crecimiento se ha desacelerado ligeramente desde setiembre de 2020. Por otra parte, el crédito en dólares se ha venido reduciendo desde junio de 2020 por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, al mes de enero de 2021 el crédito en soles se expandió 19,5 por ciento, mientras que el denominado en dólares se redujo en 10,9 por ciento en el mismo periodo.

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

Gráfico 93
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Tasas de crecimiento anual)





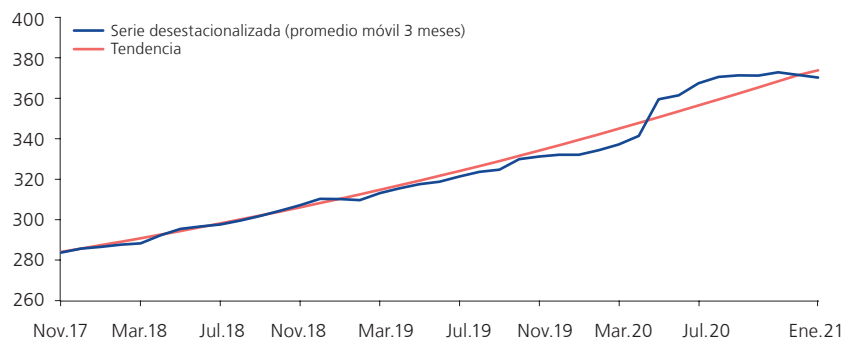
Cuadro 38
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL ^{1/}
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21
Crédito a empresas	7,0	7,3	5,3	4,9	4,2	6,6	20,0	24,6	21,7	22,1
Corporativo y gran empresa	9,1	8,9	6,3	6,4	4,4	9,6	21,8	14,2	8,3	10,1
Medianas, pequeñas y microempresas	4,8	5,4	4,3	3,3	4,1	3,0	17,8	37,0	37,4	36,1
Crédito a personas	11,5	11,7	11,4	11,7	11,3	9,3	2,8	-1,3	-3,1	-4,1
Consumo	13,1	13,5	13,0	13,4	12,8	10,2	1,6	-4,2	-7,1	-8,9
Vehiculares	-3,5	2,7	6,9	8,5	11,9	6,9	0,9	-3,1	-2,5	-4,3
Resto	13,7	13,9	13,2	13,5	12,9	10,3	1,7	-4,2	-7,3	-9,0
Hipotecario	9,0	9,1	9,1	9,1	9,0	8,0	4,6	3,1	3,2	3,3
TOTAL	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	11,6

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019

79. Después de varios meses de mantenerse por encima de su tendencia de largo plazo en el contexto del programa Reactiva Perú, en enero el saldo del crédito total al sector privado se encontraría por debajo de la misma, dada la moderación en el crecimiento del crédito a partir de setiembre del año pasado.

Gráfico 94
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DESESTACIONALIZADO Y TENDENCIA
(Miles de millones de soles)



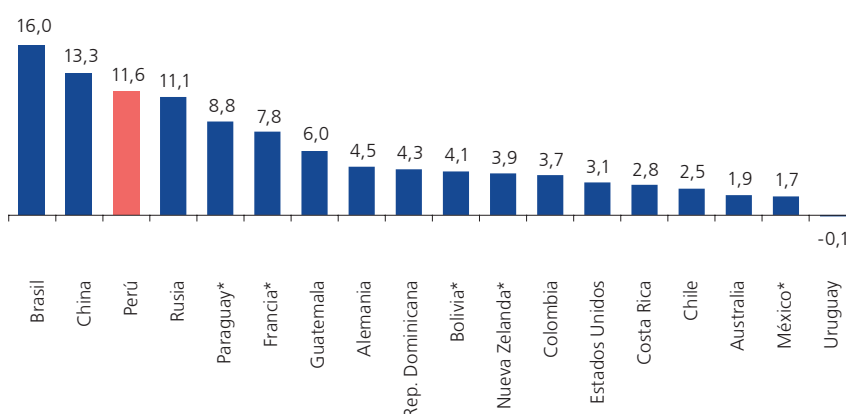
Cuadro 39
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO ^{1/}
(Variación porcentual anual)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21
Moneda Nacional	11,6	11,7	10,7	10,4	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	19,5
Moneda Extranjera	1,9	2,4	0,2	0,3	-0,4	2,8	-2,1	-9,8	-10,6	-10,9
Total	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	11,6

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

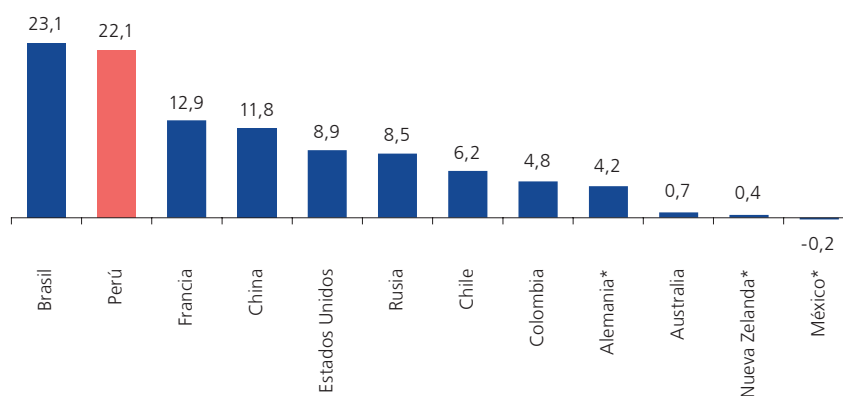
80. A nivel mundial, el crédito al sector privado ha respondido a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los bancos centrales. Las tasas de crecimiento anual del crédito total al sector privado y a empresas de enero de 2021 de Perú están entre las más altas a nivel internacional (11,6 por ciento y 22,1 por ciento, respectivamente).

Gráfico 95
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO: ENERO DE 2021
(En variaciones porcentuales)



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

Gráfico 96
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS: ENERO DE 2021
(En variaciones porcentuales)



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

81. Con información al cuarto trimestre de 2020, la encuesta de condiciones crediticias del BCRP muestra que las condiciones de oferta siguen siendo restrictivas respecto al trimestre pasado, aunque los índices indican mejoras para los créditos corporativos,





de grandes y pequeñas empresas y microempresas, caso contrario para las medianas empresas. En el caso de los créditos a personas naturales, se mantiene la mejora en el indicador para los tres tipos de crédito.

82. Por otro lado, la percepción de la demanda de los créditos de las empresas se mantiene restrictiva para todos los segmentos. Para corporativos, grandes y medianas empresas se observa una mejora, por el contrario, para las pequeñas y microempresas, un deterioro. Para el caso de crédito a personas, continúa la recuperación de las perspectivas de demanda en los tres tipos de crédito, tras su drástica caída en el segundo trimestre de 2020. Mientras la demanda de tarjetas de crédito se percibe aún restrictiva, los créditos de consumo e hipotecarios presentan una mejora en las condiciones de demanda.

Cuadro 40
RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONDICIONES CREDITICIAS 2019-2020
(Indicadores de situación actual)

	IIIT.19	IVT.19	IIT.20	IIIT.20	IVT.20	Prom. IVT.11 - IIIT.20
Corporativos y grandes empresas						
Oferta (bancos)	50,0	50,0	29,2	41,7	42,5 ↑	45,9
Demanda (clientes)	41,7	45,8	55,0	35,7	47,2 ↑	53,0
Medianas empresas						
Oferta (bancos)	50,0	53,6	35,7	44,4	40,0 ↓	46,6
Demanda (clientes)	50,0	62,5	37,5	42,9	50,0 ↑	55,1
Pequeñas y microempresas						
Oferta (bancos)	45,0	54,2	46,4	32,1	40,6 ↑	45,4
Demanda (clientes)	54,2	54,2	37,5	41,7	37,5 ↓	52,1
Consumo						
Oferta (bancos)	54,2	50,0	39,3	43,8	45,0 ↑	47,6
Demanda (clientes)	70,8	62,5	16,7	42,9	55,6 ↑	55,8
Hipotecario						
Oferta (bancos)	50,0	50,0	42,9	46,9	50,0 ↑	48,3
Demanda (clientes)	61,9	58,3	8,3	53,6	57,1 ↑	54,6
Tarjetas de crédito						
Oferta (bancos)	50,0	50,0	33,3	36,1	44,4 ↑	46,1
Demanda (clientes)	62,5	62,5	25,0	31,3	46,9 ↑	54,4

Elaboración propia.

1/ La encuesta incluye bancos comerciales.

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

Dolarización del crédito y de la liquidez

83. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 20,7 por ciento en enero de 2021, menor al nivel observado en diciembre de 2019 (25,9 por ciento). Esta reducción es consecuencia, principalmente, de una

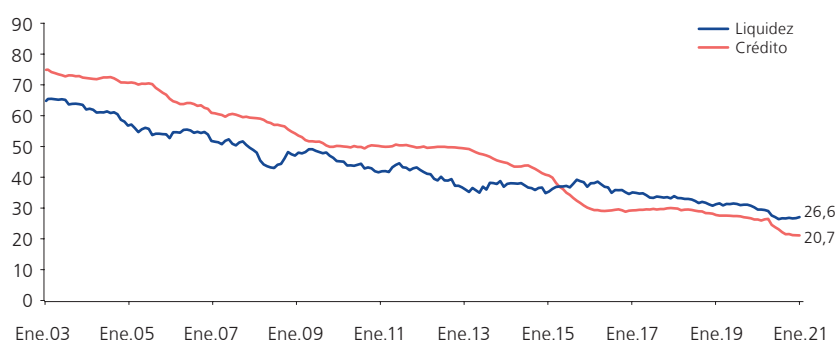
menor dolarización del crédito a empresas, la que disminuyó de 37,3 a 27,4 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, la dolarización del crédito a personas continuó con su tendencia a la baja. Así, el segmento de créditos hipotecarios pasó de 13,3 por ciento en diciembre de 2019 a 11,4 por ciento en enero y el de crédito de consumo disminuyó de 6,0 por ciento a 5,4 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 41
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21
Crédito a empresas	38,7	38,2	38,4	38,1	37,3	37,5	31,8	27,8	27,4	27,4
Corporativo y gran empresa	51,9	51,2	51,8	51,3	50,5	50,0	43,4	41,4	42,4	42,3
Medianas empresas	40,1	39,9	39,7	39,4	38,5	38,7	30,0	24,4	22,0	21,5
Pequeña y microempresa	6,2	5,9	5,7	5,7	5,7	5,6	4,9	3,8	4,0	4,1
Crédito a personas	10,4	10,0	9,7	9,4	8,9	8,5	8,3	8,2	8,0	8,0
Consumo	6,4	6,2	6,2	6,2	6,0	5,7	5,5	5,4	5,5	5,4
Vehiculares	13,9	13,4	14,2	14,8	14,8	14,9	14,9	16,0	16,7	16,8
Tarjetas de crédito	7,1	7,2	7,4	7,4	7,1	6,6	5,6	5,3	5,7	7,7
Resto	5,6	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	4,8	4,4
Hipotecario	16,3	15,5	14,9	14,2	13,3	12,7	12,5	12,1	11,6	11,4
TOTAL	27,8	27,2	27,1	26,7	25,9	26,0	23,4	21,1	20,7	20,7

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

Gráfico 97
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2003-2021
(Porcentaje)



Morosidad

84. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 4,06 por ciento en enero de 2021, mayor en 0,78 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2019 (3,28 por ciento). Este resultado estaría explicado principalmente por la mayor morosidad de los créditos a personas naturales, en particular los asociados a tarjetas de crédito. En cambio, el aumento de la morosidad del crédito a empresas fue más moderado,





aumentando solo la morosidad del sector corporativo y grandes empresas. Esto reflejaría el hecho de que las reprogramaciones y los programas de crédito con garantía estatal incluyen periodos de gracia; asimismo, estos programas de crédito han contribuido a la expansión del crédito a empresas, lo que también coadyuvó a moderar el incremento del ratio de morosidad.

Cuadro 42
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(En porcentajes)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21
Crédito a empresas	3,59	3,66	3,68	3,70	3,57	3,68	3,49	3,52	3,72	3,78
Corporativo y grandes empresas	0,58	0,61	0,64	0,57	0,62	0,63	0,66	0,84	1,03	1,09
Medianas empresas	7,84	8,10	8,25	8,67	8,24	9,00	7,53	6,81	6,26	6,39
Micro y pequeñas empresas	7,60	7,52	7,57	7,52	7,13	7,41	6,24	5,54	6,10	6,18
Crédito a personas	3,18	3,10	3,24	3,17	3,15	3,33	3,43	3,72	4,93	4,98
Consumo	3,32	3,19	3,37	3,28	3,27	3,47	3,38	3,95	5,95	6,00
Tarjetas de crédito	5,32	5,27	5,52	5,49	5,47	5,79	6,05	8,03	12,70	13,61
Vehicular	4,45	3,92	3,97	3,97	3,75	3,86	4,78	5,58	5,85	5,74
Resto	1,54	1,56	1,59	1,66	1,68	1,83	2,05	2,03	3,10	4,00
Hipotecario	3,01	2,98	3,07	3,02	2,98	3,15	3,51	3,39	3,52	3,61
PROMEDIO	3,44	3,46	3,52	3,50	3,28	3,41	3,34	3,47	3,99	4,06

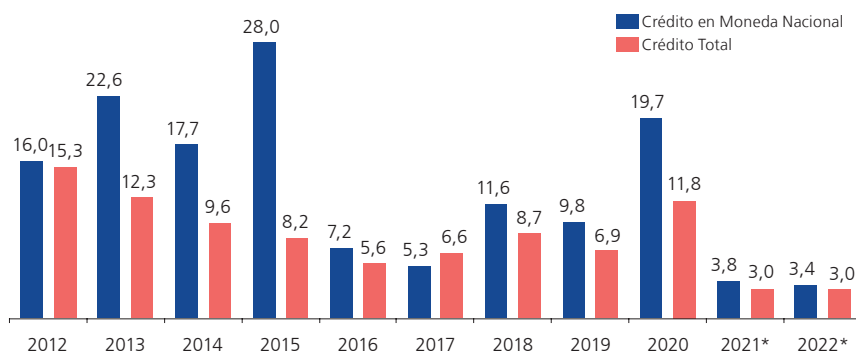
85. De otro lado, es importante señalar que el sistema financiero viene tomando medidas para atenuar el impacto de la pandemia sobre su solvencia. Entre estas destacan el fortalecimiento de la base patrimonial, el mejor control de gastos operativos y financieros, y la constitución de provisiones voluntarias.

Proyección del crédito al sector privado

86. Tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020, para el horizonte de proyección (2021-2022) se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento y crezca a un ritmo menor que el PBI nominal. Con ello, el ratio respecto al PBI disminuiría de 52 por ciento en 2020 a 45 por ciento en 2022. Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica hasta alcanzar su nivel prepandemia en 2022.

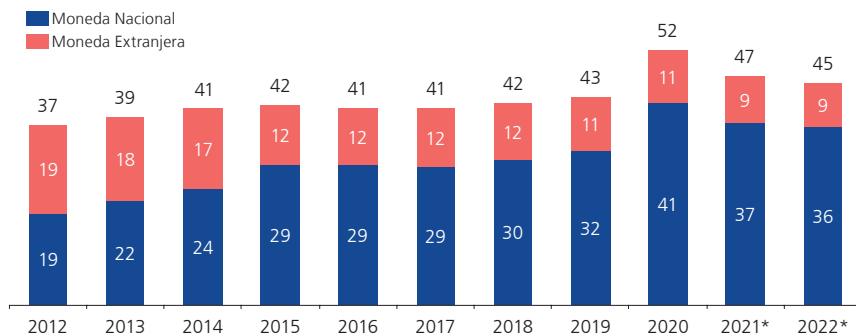
El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 3,8 por ciento en 2021 y 3,4 por ciento en 2022, tomando en cuenta el efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva. Así, el crédito total crecería 3,0 por ciento en 2021 y 2022. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 19,8 por ciento a fines de 2022.

Gráfico 98
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Var. %)



* Proyección.

Gráfico 99
RATIO CRÉDITO / PBI
(Porcentaje)



* Proyección.





Recuadro 4
NUEVOS PROGRAMAS DE CRÉDITOS SOBRE APOYO
A EMPRESAS MEDIANTE CRÉDITOS GARANTIZADOS
EN LA NUEVA ETAPA DEL COVID-19 Y FACILIDADES DE LIQUIDEZ
DE LOS BANCOS CENTRALES

A raíz de la expansión de la pandemia COVID-19 en los primeros meses de 2020, muchos gobiernos optaron por establecer confinamientos sociales obligatorios para así evitar el ritmo de avance de los contagios. En esta coyuntura, se hizo evidente que muchas empresas requerirían de programas de créditos con garantía estatal para poder tener acceso a financiamiento para cubrir capital de trabajo, dado el incremento en su riesgo crediticio (por la caída abrupta en sus ingresos). En algunos casos, estos programas fueron respaldados con apoyos de liquidez de los respectivos bancos centrales.

Nuevos programas o extensiones para apoyo a empresas con créditos garantizados

Ante el surgimiento de nuevas olas de contagios a nivel mundial desde el cuarto trimestre de 2020, en varios países se ha incrementado la lista de programas de apoyo al crédito con garantía estatal o se ha extendido la vigencia de los programas ya existentes. En la tabla se presenta una lista de nuevos programas o extensiones a nivel mundial a partir del cuarto trimestre de 2020. En términos de montos destacan los casos de Países Bajos, Israel y Chile.

En el caso de Chile, el programa FOGAPE¹⁹ Reactiva, que estará vigente desde el 1 de marzo hasta el 31 de diciembre de 2021, permitirá la reprogramación de los créditos con garantía estatal previamente concedidos en el programa FOGAPE COVID del año 2020. Por su parte, en Colombia se encuentra el programa Unidos por Colombia, administrado por el Fondo Nacional de Garantías (FNG), vigente desde abril de 2020 hasta setiembre de 2021. Este programa no sólo ha estado orientado a pequeñas microempresas sino también a grandes empresas y las garantías se han extendido incluso hasta la emisión de bonos corporativos. Las reprogramaciones de créditos garantizados por el FNG son posibles desde 2017 en el caso de microempresas (facilidad denominada Alivio a Microempresarios), lo que ha continuado en el marco del programa Unidos por Colombia. En setiembre de 2020, se aprobaron algunas facilidades adicionales como un periodo de gracia de 1 año para el pago de la comisión al FNG por el otorgamiento de la garantía, en el marco de las reprogramaciones.

19 FOGAPE es el Fondo de Garantías para Pequeños Empresarios de Chile. En el contexto de la crisis del COVID-19, en abril de 2020 recibió una capitalización gubernamental equivalente a US\$ 3 mil millones, a fin de respaldar el programa de garantías FOGAPE COVID. Incluyendo la segunda fase, FOGAPE Reactiva, se estiman garantías a créditos hasta por aproximadamente US\$ 25 mil millones.

MEDIDAS RECIENTES DE CREACIÓN O EXTENSIÓN DE PROGRAMAS DE APOYO AL CRÉDITO CON GARANTÍA ESTATAL

Desde el cuarto trimestre de 2020

País	Fecha de anuncio	Extensión	Institución responsable	Monto	Descripción
Filipinas	2/21/2021	9/30/2021	Dpto. de Finanzas		Philippine Guarantee Corp (PhilGuarantee) extendió sus líneas de garantía de crédito hasta septiembre de 2021 y las puso a disposición de más tipos de negocios. Amplió las instituciones elegibles para incluir microempresas, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), manufactura, vivienda, agricultura y otras áreas de la economía para apoyar a las empresas durante la pandemia de COVID-19.
Indonesia	2/5/2021		Min. De Finanzas		La Agencia de Financiamiento de Exportaciones de Indonesia (LPEI) y el Fondo de Garantía de Infraestructura (PT PII) firmaron un Acuerdo de Cooperación con el Banco BTN, un banco comercial, para fomentar los préstamos a los sectores empresariales corporativos afectados por COVID-19, especialmente al sector no exportador. PT PII es una empresa de propiedad estatal administrada por el Ministerio de Finanzas.
Países Bajos	2/3/2021	6/30/2021	Min. de Finanzas	€ 12 mil millones	El Min. de Finanzas amplió 6 meses el reaseguro de los créditos de proveedores de las pequeñas y medianas empresas. Todas las aseguradoras que participaron en 2020 participan nuevamente.
Chile	27/01/2021	31/12/2021	Min. De Hacienda, FOGAPE (fondo de garantías estatales)	US\$ 25 mil millones (FOGAPE total)	Se anunció el proyecto de ley que establece el segundo programa de crédito FOGAPE con garantía estatal (FOGAPE Reactiva), el cual fue promulgado como ley el 27 de enero de 2021. La garantía FOGAPE es otorgada por el Ministerio de Hacienda, las entidades financieras otorgan los créditos con sus recursos y pueden obtener liquidez del Banco Central de Chile, utilizando los créditos con garantía estatal como colateral en operaciones repo. El programa FOGAPE Reactiva amplía el acceso al crédito con garantía estatal y extiende su plazo hasta el año 2028. Los créditos del programa FOGAPE Reactiva podrán ser usados para financiar inversión y refinanciar créditos del FOGAPE Covid, además de capital de trabajo. El Programa estará vigente hasta el 31 de diciembre de 2021.
Croacia	1/11/2021		Comisión Europea	€ 202 millones	La Comisión Europea ha aprobado un plan de ayudas estatales a Croacia de aproximadamente 202 millones de euros para apoyar a empresas de todos los tamaños activas en los sectores del deporte y el turismo (y en sectores directamente relacionados, como alojamientos, restaurantes) y afectados por la brote de coronavirus.
Polonia	1/8/2021	6/30/2021	Bank Gospodarstwa Krajowego (banco de desarrollo)		Hasta fines de junio de 2021, los emprendedores pueden utilizar las garantías del Bank Gospodarstwa Krajowego, que forman parte del paquete de ayudas para empresas.
Francia	1/7/2021		European Investment Bank	€ 515 millones	El Grupo BEI, formado por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), y BNP Paribas han anunciado la firma de una titulación sintética para apoyar a las pequeñas y medianas empresas (pymes) afectadas por las consecuencias de la crisis pandémica. La operación consiste en una garantía del Grupo BEI sobre una cartera existente de préstamos a pymes y empresas de mediana capitalización. Esta protección crediticia permite a BNP Paribas liberar parte del capital regulatorio asignado a esta cartera y desplegar nuevos préstamos a pymes y empresas de mediana capitalización en Francia durante los próximos dos años.
Filipinas	12/29/2020	6/30/2021	Dpto. de Finanzas	PHP 12,5 mil millones (aprox. US\$ 256 millones)	Se inyectó capital al Banco de Desarrollo de Filipinas (DBP), que proporciona fondos adicionales para los programas de respuesta COVID-19: préstamos blandos para los sectores de transporte, atención médica y educación, junto con con micro, pequeñas y medianas empresas (PYMES) y otras industrias afectadas. DBP actuará también como un banco mayorista que comprará préstamos de bancos, cooperativas e instituciones más pequeños para liberar más crédito y recuperar industrias.
Eslovaquia	12/17/2020		European Investment Bank	€ 49 millones	El Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) firmaron una garantía con Slovenská sporiteľňa (SLSP), la institución financiera más grande de Eslovaquia, para apoyar a las pymes y empresas de mediana capitalización afectadas por la pandemia de COVID-19.
Israel	10/22/2020	6/30/2021	Banco de Israel, Ministerio de Finanzas	NIS 10 mil millones (aprox. US\$ 3 000 millones)	Programa para facilitar las condiciones de crédito a las pequeñas y microempresas, que estará en vigor hasta fines de junio de 2021. El Banco de Israel proporcionará la banca préstamos a un plazo de 4 años, contra préstamos que los bancos otorgan a las pequeñas y microempresas.
Argentina	10/13/2020		Ministerio de Desarrollo Productivo	ARS 3 mil millones	El Gobierno anunció una línea de crédito para pymes turísticas con un año de gracia y tasa cero en las primeras 12 cuotas y garantía del 100%. Las empresas solicitantes deben tener un certificado MiPyME.
Alemania	10/1/2020		European Investment Bank	€ 125 millones	El Grupo BEI, formado por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), ha proporcionado una garantía de a Commerzbank AG. La garantía liberará capital regulatorio para Commerzbank y le permitirá otorgar nuevos préstamos de hasta 500 millones de euros a pymes y empresas de mediana capitalización en Alemania en condiciones favorables.

Fuente: COVID-19 Financial Response Tracker (CFRT) 2.3, Yale School of Management.





En el caso peruano, además del programa Reactiva Perú, desde marzo de 2020 el gobierno ha puesto en marcha otros programas de apoyo a empresas, tales como FAE-MYPE (vigente hasta el 31 de diciembre de 2020), FAE-Agro y FAE Turismo. Asimismo, a partir de febrero de 2021, el gobierno ha lanzado también el Programa PAE-MYPE. En todos los casos, el objetivo de estos programas ha sido el de brindar apoyo a través de garantías, tanto a las MYPE como a los sectores afectados por la crisis del COVID-19, como es el caso de los sectores agropecuario y de turismo. Los programas actuales tienen vigencia hasta el 30 de junio de 2021.

Adicionalmente, el gobierno dictó medidas para reprogramar el pago de créditos a personas naturales y pymes afectadas por la crisis del COVID-19. Estas medidas básicamente se centran en el otorgamiento de garantías del Gobierno Nacional a través del Programa de Garantías COVID-19 para créditos personales, de consumo, hipotecarios, vehiculares y MYPE. El monto máximo previsto de estas garantías asciende a S/ 5,5 mil millones. El Programa de Garantías COVID-19 tiene vigencia hasta el 31 de marzo de 2021 y al 1 de marzo de 2021, de acuerdo con la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), se han reprogramado créditos por S/ 128 millones.

PROGRAMAS DE APOYO A EMPRESAS EN EL PERÚ

	FAE-TURISMO		FAE-AGRO		PAE-MYPE
Norma de creación	DU N° 076-2020	DU N° 018-2021	DU N° 082-2020	DU N° 089-2000, DU N° 096-2020 y DU N° 140-2020	DU N° 019-2021
Beneficiario	MYPE Turismo	MYPE Turismo	Agricultura familiar (Ley N° 30355)	Agricultura familiar (Ley N° 30355)	MYPE afectadas por la emergencia sanitaria 1/
Objetivo	Garantizar crédito para MYPE Turismo	Garantizar a ESF y COOPAC para financiar créditos para MYPE Turismo	Garantizar crédito a pequeños productores agrarios para campaña agrícola 2020-2021	Garantizar crédito revolvente a pequeños productores agropecuarios	Garantizar crédito
Asignación de garantía estatal	COFIDE determina la asignación de líneas de crédito en el marco del FAE-TURISMO en función a los beneficios o reducción de tasas que la ESF o COOPAC aplique al beneficiario final. La ESF y COOPAC celebran con COFIDE un contrato de canalización de recursos.	COFIDE determina la asignación de garantías en el marco del FAE-TURISMO en función a los beneficios o reducción de tasas que la ESF o COOPAC aplique al beneficiario final. La ESF y COOPAC celebran con COFIDE un contrato de canalización de recursos y/o un contrato de garantías.	COFIDE determina la asignación de las líneas de crédito en el marco del FAE-AGRO en función a los beneficios o reducción de tasas que la ESF o COOPAC aplique al beneficiario final. La ESF y COOPAC celebran con COFIDE un contrato de canalización de recursos.	COFIDE determina la asignación de las líneas de cobertura de riesgo crediticio en función a los beneficios y/o TCEA que la ESF o COOPAC aplique al beneficiario final. La ESF o COOPAC asignan líneas de crédito revolvente para capital de trabajo al beneficiario final. La ESF y COOPAC celebran con COFIDE un contrato de canalización de recursos.	COFIDE determina la asignación de las garantías y líneas de crédito en el marco del PAE-MYPE en función a los beneficios o reducción de tasas que la ESF o COOPAC apliquen al beneficiario final. Las ESF y COOPAC que accedan al crédito de COFIDE celebran un contrato de canalización de recursos.
Destino de garantía estatal	Capital de trabajo	Capital de trabajo	Capital de trabajo para la campaña agrícola 2020-2021	Capital de trabajo para cultivos transitorios y permanentes y promoción de la actividad pecuaria	Capital de trabajo
Crédito máximo	S/ 750 mil	S/ 750 mil	S/ 30 mil	S/ 30 mil	S/ 60 mil
Vigencia	31 de diciembre de 2020	30 de junio de 2021	31 de diciembre de 2020	30 de junio de 2021	30 de junio de 2021
Plazo máximo del crédito	60 meses, con 18 meses de gracia	60 meses, con 18 meses de gracia	<= 12 meses, con 1 o más periodos de gracia, siempre y cuando no excedan el plazo del crédito	<= 12 meses, con 1 o más periodos de gracia, siempre y cuando no excedan el plazo del crédito	<= 36 meses, con 12 meses de gracia
Límite garantía estatal	S/ 500 millones	S/ 200 millones (modificado por DU N° 135-2020)	S/ 2 000 millones	S/ 2 000 millones	S/ 2 000 millones
Cobertura; porcentaje de garantía	Menos de S/ 90 000; 98% Entre S/ 90 001 y S/ 750 000; 95%	Menos de S/ 90 000; 98% Entre S/ 90 001 y S/ 750 000; 95%	Menos de S/ 15 000; 98% Entre S/ 15 001 y S/ 30 000; 95%	Menos de S/ 15 000; 98% Entre S/ 15 001 y S/ 30 000; 95%	Menos de S/ 20 000; 98% Entre S/ 20 001 a S/ 60 000; 90%

1/ MYPE que hayan sido más afectadas por los recientes cierres de actividades o hayan tenido un reinicio posterior o tardío de actividades.
Nota: ESF es empresa del sistema financiero; COOPAC es cooperativa de ahorro y crédito.

Recientemente, el gobierno ha establecido la posibilidad de efectuar reprogramaciones a los créditos otorgados en el marco de los programas Reactiva Perú y FAE MYPE (DU 026-2021 y DU 029-2021, respectivamente) hasta 15 de julio de 2021. En el caso de los créditos de Reactiva Perú, se ha establecido un monto máximo de S/ 16 mil millones para las reprogramaciones y condiciones más estrictas para el acceso a reprogramación. Los beneficiarios deben contar con créditos hasta S/ 90 mil o mostrar una caída interanual de ventas en el cuarto trimestre de 2020, de 10 por ciento para créditos entre S/ 90 mil y S/ 750 mil, y de 20% para créditos entre S/ 750 mil y S/ 5 millones.

PROGRAMAS DE REPROGRAMACIONES

	Garantías COVID-19	Reprogramaciones Reactiva Perú	Reprogramaciones FAE MYPE
Norma de creación	Ley N° 31050	DU N° 026-2021	DU N° 029-2021
Beneficiario	Personas naturales y MYPE	Empresas	MYPE 1/
Objetivo	Garantizar créditos reprogramados	Reprogramación de créditos	Reprogramación de créditos
Destino de garantía estatal	Reprogramación de créditos de consumo, personales, hipotecarios para vivienda, vehiculares y MYPE.	Reprogramación de créditos en el marco del programa Reactiva Perú	Reprogramación de créditos en el marco del programa FAE MYPE
Asignación de garantía estatal	Las garantías solo aplican si se reduce el costo del crédito sea mediante la reducción de las tasas de interés (en rango entre 15% y 25%), la condonación de una o varias cuotas o una combinación de ambos.	La Garantía del Gobierno Nacional amplía su plazo de acuerdo con los nuevos cronogramas de pago.	Las garantías otorgadas por el FAE MYPE amplían su plazo de acuerdo con los nuevos cronogramas de pago.
Crédito máximo	Montos de origen del crédito: S/ 10 000 consumo, S/ 20 000 MYPE, S/ 50 000 vehicular, S/ 250 000 hipotecario.	Los beneficiarios deben contar con créditos hasta S/ 90 mil o mostrar una caída interanual de ventas en el IV trimestre de 2020: De 10% para créditos entre S/ 90 mil y S/ 750 mil, y de 20% para créditos entre S/ 750 mil y S/ 5 millones.	
Vigencia	31 de marzo de 2021	15 de julio de 2021	15 de julio de 2021
Plazo máximo de la reprogramación	Plazo mínimo de reprogramación: 9 meses para créditos hipotecarios para vivienda y de 6 meses para los demás créditos; y un plazo máximo de 36 meses incluyendo periodo de gracia	Se establecerá en el Reglamento Operativo (pendiente). Se ha establecido un periodo de gracia de hasta 12 meses para los beneficiarios de las reprogramaciones.	Se establecerá en el Reglamento Operativo (pendiente). Se ha establecido un periodo de gracia de hasta 12 meses para los beneficiarios de las reprogramaciones.
Límite garantía estatal y/o reprogramación	S/ 5 500 millones	S/ 16 000 millones	
Cobertura; porcentaje de garantía	Si se pagó 2/3 o más de las cuotas la garantía es del 80%. Si se pagó entre 1/3 y 2/3 de las cuotas, la garantía fluctúa entre 40 y 60% por tipo de crédito.	La garantía del Gobierno Nacional mantiene el mismo porcentaje de cobertura pactado en las condiciones iniciales.	Las garantías otorgadas por el FAE MYPE mantienen el mismo porcentaje de cobertura pactado en las condiciones iniciales.

1/ MYPE que hayan sido más afectadas por los recientes cierres de actividades o hayan tenido un reinicio posterior o tardío de actividades.
 Nota: ESF es empresa del sistema financiero; COOPAC es cooperativa de ahorro y crédito.

Medidas tomadas por bancos centrales de la región para apoyar la liquidez y el crédito

Como respuesta a la crisis del COVID-19, los bancos centrales han tomado medidas para evitar el rompimiento de las cadenas de pagos y créditos en sus economías. Una primera línea de medidas consistió en asegurar adecuados niveles de liquidez en sus sistemas financieros (a niveles mínimos históricos en algunos casos), como complemento a los estímulos monetarios vía reducción de tasas de interés, a través de instrumentos no convencionales de política monetaria, incluso en magnitudes superiores a los que se dieron durante la Crisis Financiera Global del 2008-2009. Posteriormente, en algunos casos se observó una coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales para inyectar liquidez a través de repos de cartera crediticia con garantía estatal, con el fin de financiar capital de trabajo de empresas (principalmente micro y pequeñas empresas) afectadas por el confinamiento social obligatorio y la consiguiente elevación de su riesgo crediticio.





Los bancos centrales de la región no fueron ajenos a este proceso. Las medidas se pueden agrupar en los siguientes aspectos (no todas las medidas han sido aplicadas por todos los bancos centrales de la región):

- Incremento de los montos y plazos de las operaciones de inyección a través de subastas previamente existentes.
- Flexibilización de las condiciones para acceder a facilidades de ventanilla del banco central.
- Ampliación de la gama de colaterales que pueden ser usados en las operaciones de inyección: bonos soberanos, bonos corporativos, cartera de crédito, cartera de crédito con garantía estatal.
- Inclusión de la compra en el mercado secundario de títulos públicos o privados como parte de las operaciones de inyección del banco central.
- Ampliación del conjunto de intermediarios financieros que pueden participar en las operaciones de inyección del banco central (repos, compras directas, ventanilla).
- Flexibilización de los requerimientos de encaje.

Asimismo, la mayoría de los países han enfrentado la volatilidad del tipo de cambio a través de operación de intervención en sus mercados cambiarios; para lo cual, han en algunos casos, han optado por dar un mayor impulso a derivados (por ejemplo, swaps cambiarios). Adicionalmente, algunos bancos centrales, como el de Brasil, desempeñan también la función de regulador y supervisor bancario, por lo que a la lista de medidas se suman flexibilizaciones de provisiones y requerimientos de capital (que en otros países han sido aplicados por sus respectivos reguladores bancarios²⁰).

En el siguiente cuadro se resumen las medidas adoptadas por cuatro bancos centrales de la región (Brasil, Chile, Colombia y Perú). En general, puede apreciarse que los cuatro bancos centrales no han aplicado el mismo conjunto de medidas. Por ejemplo, antes del inicio de la pandemia, el Banco Central de Chile había implementado la recompra de sus propios pagarés, pero su normatividad no contemplaba aún compras de activos ni repos con cartera crediticia. Por su parte, Colombia tampoco había implementado repos de cartera.

MEDIDAS DE BANCOS CENTRALES DE LA REGIÓN DE APOYO A LA LIQUIDEZ Y EL CRÉDITO ^{1/}

	Brasil	Chile	Colombia	Perú
Incremento a las operaciones de inyección existentes:				
Montos			X	X
Plazos	X		X	X
Colaterales	X	X		X
Contrapartes			X	X
Nuevas operaciones de inyección (inc. Crédito con garantía estatal)		X	X	X
Canje de títulos públicos (diferentes plazos)			X	
Compras directas				
Títulos públicos			X	X
Títulos privados	X	X	X	
Programas de crédito de emergencia a empresas	X			
Flexibilización de encajes	X		X	X

1/ Medidas implementadas a partir de marzo de 2020.

Fuente: Bancos centrales y BIS.

20 De hecho, en el caso de repos de crédito con garantía estatal, muchos reguladores bancarios han tomado medidas de flexibilización de provisiones y requerimientos de capital.

En el caso chileno, aunque la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) no ha estado únicamente asociada a los programas de FOGAPE mencionados previamente, las dos fases implementadas de la FCIC, en términos cronológicos, han estado estrechamente vinculadas con el programa FOGAPE COVID, tal como lo estará la fase FCIC 3 con la segunda fase del programa de garantías (FOGAPE Reactiva), que entró en ejecución el 1 de marzo de 2021.

MEDIDAS DE BANCOS CENTRALES DE LA REGIÓN DE APOYO A LA LIQUIDEZ Y EL CRÉDITO

	Brasil	Chile	Colombia
Marzo 2020	Reducción de la tasa de encaje de depósitos a plazo de 3% a 17% hasta diciembre 2020	Compra de bonos bancarios	Incremento de montos y ampliación de contrapartes para las subastas de repos con títulos privados
	Nuevos depósitos a plazo con garantías especiales (DPGE)	Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC 1) y Línea de Crédito de Liquidez	Extensión de plazos hasta 90 días para las repos con deuda corporativa y 60 días para deuda pública.
	Repos respaldados por obligaciones y encajes		Ampliación de contrapartes que tienen acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez con deuda pública.
	Repos a 1 año respaldados por títulos federales		Nuevos programas de compras de títulos de deuda corporativa y deuda soberana.
Abril 2020	Préstamos respaldados por letras financieras garantizadas por operaciones de crédito (LFG)		Disminución de 3 pp a 8% del encaje sobre cuentas corrientes y cuentas de ahorro. Disminución de 1 pp a 3,5% del encaje sobre CDT de menos de 18 meses.
			Se autorizó la compra de TES (títulos de deuda pública administrados por el Banco de la República) en el mercado secundario. Se autorizó también al Banco de la República para intervenir en el mercado forward de TES
Mayo 2020			Se autorizó al BR para efectuar repos con títulos de cartera por un monto de hasta 6,3 billones de pesos
			El BR realizó un canje de deuda pública con el Gobierno. En la operación el BR entregó TES con vencimiento 2021, y recibió TES de más largo plazo.
Junio 2020	Deducción de 30% de los encajes de depósitos de ahorro condicional a colocaciones a micro y pequeñas empresas	Programa especial de compra de activos	Se decidió mantener indefinidamente las repos con títulos de cartera. Se dispuso también que se realizarán repos con deuda pública a 1 año y a 9 meses, cada 2 semanas,
	Compra de títulos privados en el mercado secundario		
Julio 2020	Programa de emergencia para financiamiento a la planilla de pequeñas y medianas empresas (PESE)	Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones 2 (FCIC 2)	
Agosto 2020		Compra contado venta a plazo	
		Compra de pagarés o certificado de depósito	
Setiembre 2020			
Octubre 2020	Extensión de la reducción de la tasa de encaje de depósitos a plazo hasta marzo 2021 (antes diciembre 2020)		
Noviembre 2020			
Diciembre 2020			
Enero 2021		Operaciones repo en dólares (vigentes hasta mayo 2021)	
Febrero 2021			
Marzo 2021		Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones 3 (FCIC 3)	

Fuente: bancos centrales y BIS.

Desde fines del año 2020, los países de la región se enfrentan a nuevos retos. En particular, el incremento de los contagios del COVID-19 (la denominada “segunda ola” que se ha dado a





nivel mundial), ha determinado nuevas medidas sanitarias de confinamiento, lo que implicaría revisiones en las perspectivas de crecimiento y potenciales problemas de cumplimiento de pagos de deudores de créditos, incluyendo los de garantía estatal. Sin embargo, los bancos centrales mostrados en la tabla implementaron casi la totalidad de sus medidas hasta el tercer trimestre de 2020. Desde octubre hasta la actualidad, entre los bancos centrales mostrados, sólo el Banco Central de Chile ha anunciado la FCIC 3.

Medidas de otros bancos centrales

Entre los bancos centrales desarrollados, en el contexto de la segunda ola de contagios del COVID-19, destaca la respuesta del Banco Central Europeo (BCE). Dadas las consecuencias económicas del resurgimiento de la pandemia en el cuarto trimestre del 2020, su Consejo de Gobierno, en su comunicado de política monetaria del 10 de diciembre de 2020, anunció la recalibración de sus instrumentos de política monetaria. Estas medidas son adicionales a la mantención de las tasas de interés claves de política monetaria en sus niveles actuales.

De acuerdo con el BCE, estas medidas “contribuirán a mantener condiciones favorables de financiamiento durante el periodo de pandemia, apoyando así el flujo de crédito a todos los sectores de la economía, apuntalando la actividad económica y salvaguardando la estabilidad de precios a mediano plazo. Al mismo tiempo, la incertidumbre sigue siendo alta, incluso con respecto a la dinámica de la pandemia y el momento en que se lanzará la vacuna”.

Las principales medidas fueron:

- **Programa de Adquisiciones de Emergencia Pandémica (PEPP).** El BCE aumentó la dotación del Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) en € 500 mil millones hasta un total de € 1,85 billones de euros. También amplió el horizonte de compras netas en el marco del PEPP hasta, al menos, fines de marzo de 2022. Asimismo, se extendió la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos con vencimiento en el PEPP hasta, al menos, fines de 2023.
- **Operaciones específicas de financiamiento a plazo más largo (TLTRO III).** El BCE recalibró las condiciones de la tercera serie de operaciones específicas de financiamiento a plazo más largo. Específicamente, amplió en 12 meses el plazo en el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables en doce meses (hasta junio de 2022). También se dispuso que se realizarán tres operaciones adicionales entre junio y diciembre de 2021. Adicionalmente, se aumentó de 50 por ciento a 55 por ciento de su stock de préstamos elegibles, el monto total que las contrapartes tendrán derecho a pedir prestado en las operaciones de TLTRO III.
- **Flexibilización de Colaterales.** El BCE prorrogó hasta junio de 2022 la duración del conjunto de medidas de flexibilización de colaterales adoptadas los días 7 y 22 de abril de 2020. El Consejo volverá a evaluar las medidas de flexibilización de colaterales antes de junio de 2022, asegurando que la participación de las contrapartes del Eurosistema en las operaciones TLTRO III no se vea afectada negativamente.

- **Operaciones de refinanciamiento a más largo plazo por emergencia pandémicas (PELTRO).** El Consejo también decidió ofrecer cuatro operaciones de refinanciamiento a más largo plazo de emergencia pandémica (PELTRO) adicionales en 2021, que buscan continuar brindando un respaldo efectivo de liquidez.
- **Programa de Compra de Activos (APP).** Las compras netas en el marco del Programa de Compra de Activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de € 20 mil millones de euros. El Consejo anunció su intención de seguir reinvertiendo, en su totalidad, los pagos de principal de los valores con vencimiento adquiridos en el marco del APP durante un periodo prolongado de tiempo después de la fecha en que comience a subir sus tasas de interés clave y, en cualquier caso, durante el tiempo que sea necesario. mantener condiciones favorables de liquidez y un amplio grado de acomodación monetaria.
- **Línea de Recompra del Eurosistema (EUREP) y líneas swap.** Se anunció que la Línea de Recompra del Eurosistema para bancos centrales (EUREP) y todas las líneas de swap y recompra temporales con bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro se ampliarán hasta marzo de 2022.

MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DE DICIEMBRE DE 2020

Compra de Activos	Expansión del PEPP	Incremento del monto total en € 500 mil millones hasta € 1,85 billones. Extensión hasta marzo de 2022 Reinversiones hasta diciembre de 2023
	Cuatro PELTROs adicionales en 2021	Facilidad para ser usado como respaldo de liquidez
Facilidades de Crédito	Recalibración de las condiciones de TLTRO III	Tasas de endeudamiento más favorables hasta junio de 2022 3 operaciones adicionales en 2021. Derechos de endeudamiento se incrementaron hasta 55% de los préstamos elegibles.
	Requerimientos de colaterales	La flexibilización se extendió hasta junio de 2022. Se continuó con los procedimientos de asignación completa a tasa fija
Líneas swap/ repo	EUREP y líneas swap/repo con bancos centrales que no son de la Eurozona	Se extendieron hasta marzo de 2022.

En síntesis, las autoridades monetarias y fiscales han tenido hasta ahora un rol muy activo en la provisión de liquidez a su sistema financiero y en el apoyo para el acceso al financiamiento de empresas afectadas por la crisis del COVID-19. Esta postura continuaría en tanto sea necesario mantener los estímulos monetarios y fiscales a sus respectivas economías. Una vez los indicadores de contagios y fallecidos por la pandemia caigan significativamente debido a aplicación de programas de vacunación eficaces y oportunos, se espera un retiro paulatino de estos estímulos, en línea con los objetivos de estabilidad monetaria y solvencia fiscal.





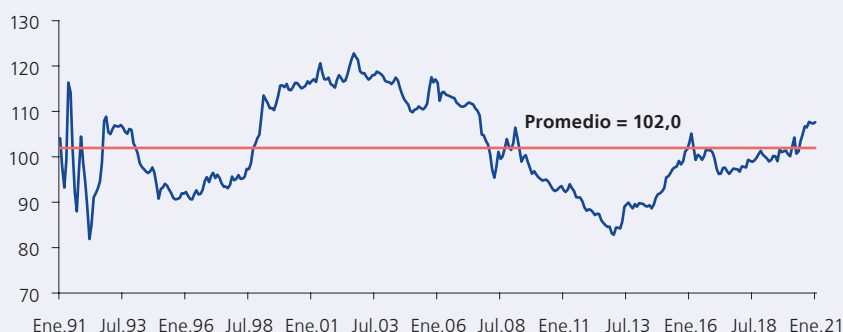
Recuadro 5 INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y TIPO DE CAMBIO REAL

La intervención cambiaria realizada por el BCRP tiene el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio con el fin de: (i) limitar los efectos hoja de balance asociados a la dolarización financiera; (ii) suavizar el ciclo crediticio asociado a las fluctuaciones de los flujos de capitales; y (iii) la acumulación preventiva de reservas como un seguro para futuros episodios de turbulencia financiera.

Así, si bien dicha dolarización se ha reducido significativamente en los últimos 20 años, nuestra economía continúa expuesta a los riesgos que pueden tener las fluctuaciones abruptas del tipo de cambio en la solvencia de las firmas y familias que mantienen deudas en dólares. Este riesgo es mitigado mediante la intervención cambiaria, la cual se realiza sin afectar la tendencia de largo plazo del tipo de cambio real, y más bien esta se determina por fundamentos macroeconómicos.

En el siguiente gráfico se observa la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Bilateral (Sol -Dólar) en los últimos 30 años. Más allá de la volatilidad observada en los años 1991-1992, se pueden apreciar fluctuaciones alrededor del promedio histórico con cierto nivel de persistencia, pero en última instancia se muestra un comportamiento estable en el largo plazo.

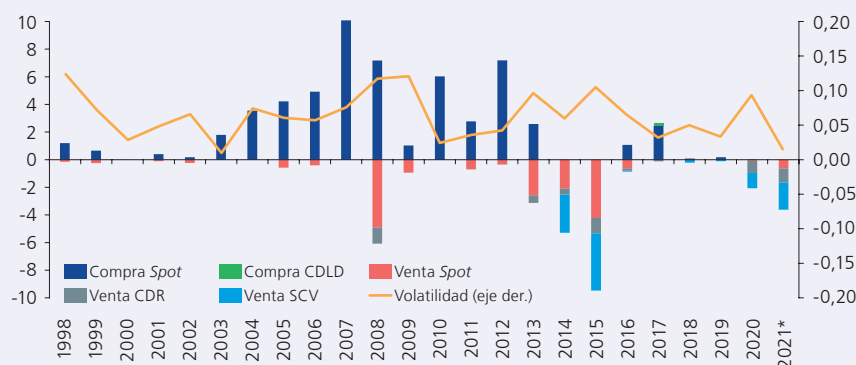
INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL: 1991 - 2021



Al evitarse situaciones de extrema volatilidad cambiaria con efectos severos sobre los balances de las empresas y familias, se protege los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la capacidad de ejecutar una política monetaria anti-cíclica. Así, los niveles de intervención cambiaria son elevados en periodos de incertidumbre global que provocan una mayor volatilidad en el tipo de cambio, tales como la crisis financiera global de 2008, la turbulencia en el mercado de valores de China de 2015 y la pandemia del COVID-19 en 2020-2021.

INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP

(en % del PBI)



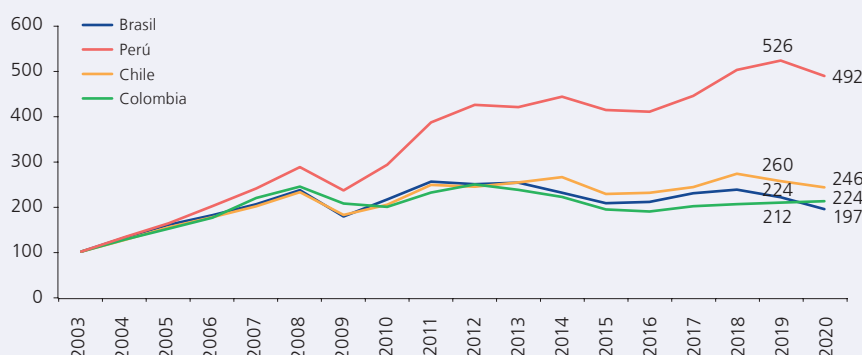
* Al 3 de marzo.

La intervención cambiaria orientada a reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal permite una mejor señal del tipo de cambio real como precio relativo relevante de la economía para las actividades de exportación. Por supuesto hay otros factores claves para lograr el desarrollo del sector exportador como la calidad de la infraestructura, acceso a mercados mediante acuerdos de integración comercial, reglas claras y estables, etc.

Al respecto, las exportaciones no tradicionales han tenido un crecimiento sostenido desde los años noventa. Entre 1994 y 2019, el valor de las exportaciones aumentó a una tasa anual de aproximadamente 10 por ciento. A nivel de sectores, las exportaciones del sector agropecuario han mostrado el mayor dinamismo (con una tasa promedio anual de 14 por ciento en el periodo) y representan en la actualidad aproximadamente el 50 por ciento del total de las exportaciones no tradicionales. Este dinamismo es uno de los mayores en la región.

VALOR DE LAS EXPORTACIONES NO TRADICIONALES*

Índice 2003=100

* Se considera Exportaciones No tradicionales para el Perú y Exportaciones sin *commodities* para el resto de países.



A manera de conclusión, la intervención cambiaria del BCRP cumple con el objetivo de reducir los riesgos asociados a la dolarización financiera, y con ello permite generar un entorno favorable y de mayor estabilidad, que a la vez permite la evolución sana de los fundamentos macroeconómicos y expansión de diversos sectores, como es el caso de las exportaciones no tradicionales descrito líneas arriba. En suma, sin tener un nivel de tipo de cambio objetivo, estas acciones del BCRP han coadyuvado a la obtención de un contexto macroeconómico más estable, reduciendo los riesgos inherentes a la dolarización financiera tales como el efecto de hoja de balance, y cimentando de este modo la estabilidad financiera necesaria para el crecimiento de largo plazo.

Recuadro 6

EL MANDATO DEL BANCO CENTRAL

Los Bancos Centrales contribuyen al bienestar de la sociedad a través de la emisión de una moneda que cumpla a cabalidad las funciones fundamentales del dinero en una economía de mercado: ser medio de transacción, unidad de cuenta y depósito de valor. Cuando ello no ocurre y hay inflación, se dificulta las transacciones económicas, y se incentiva la especulación sobre las actividades de ahorro, inversión y producción, con un perjuicio mayor en la población con menores ingresos. Por ello, es común observar que el mandato que la sociedad establece a la banca central es precisamente preservar la estabilidad monetaria.

Preservar la estabilidad monetaria consiste en mantener el valor real del dinero, es decir conservar su poder adquisitivo en términos de la canasta de consumo de los ciudadanos. Al ser la inflación un fenómeno monetario²¹, para lograr la estabilidad de precios es necesario controlar la cantidad de dinero en circulación y por ello la política monetaria es el instrumento natural para controlar la inflación. Por esta razón los bancos centrales son las instituciones encargadas de lograr este objetivo de estabilidad de precios.

Política contraccíclica

La política monetaria también contribuye al bienestar de la sociedad cuando tiene la capacidad de ser contraccíclica. Con ello se favorece una evolución de la actividad económica menos volátil, lo que en el largo plazo favorece la inversión y el crecimiento del PBI potencial.

El mandato de estabilidad monetaria es consistente también con una política monetaria contraccíclica. Es decir el banco central puede realizar acciones para apoyar la recuperación de la economía en épocas de recesión y evitar sobrecalentamientos de la misma en épocas de crecimiento insostenible del gasto. Estas acciones de estabilización de la demanda son consistentes con el control de la inflación, ya que una recesión económica prolongada puede llevar a una deflación (caída de precios por falta de demanda) y un crecimiento insostenible de la demanda puede llevar a un espiral inflacionario y con ello incumplir con sus metas de inflación baja y estable.

Por ello, en la práctica, bancos centrales con mandatos de estabilidad monetaria también se comportan de manera contraccíclica, lo que es consistente con su mandato. Por ejemplo, todos los Bancos Centrales con esquemas de metas de inflación en la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) disminuyeron sus tasas de interés de política monetaria a mínimos históricos el año pasado a raíz del Covid-19, siendo la tasa de política monetaria del BCRP la más baja de toda la región (0,25 por ciento anual).

Para poder realizar una política monetaria anti-cíclica es muy importante que los bancos centrales tengan credibilidad, para de esta forma mantener ancladas las expectativas de inflación. No

21 Friedman, M., y A. Schwartz (1971), A Monetary History of the United States, 1867-1960; NBER Studies in Business Cycles N° 12, Princeton University Press.

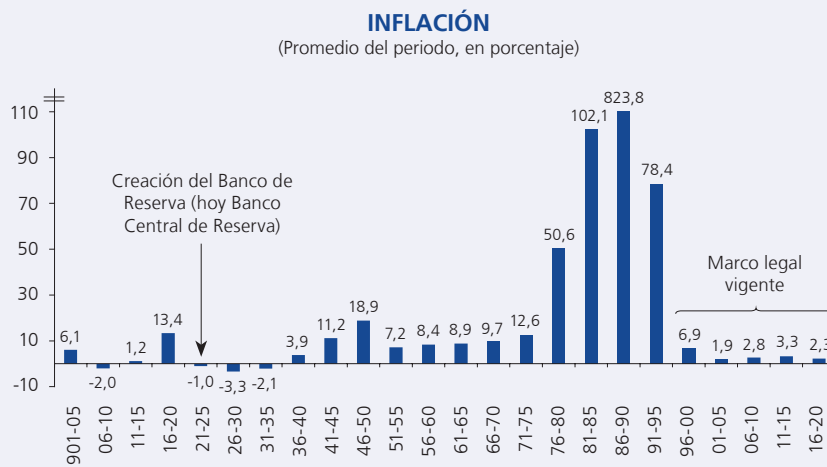




todos los bancos centrales pueden realizar una política monetaria contracíclica debido a que se requiere contar con una alta credibilidad sobre el uso de responsable de los instrumentos monetarios. Esta credibilidad toma tiempo obtenerla, sobretodo cuando se ha tenido una experiencia de altas inflaciones en el pasado.

Los mandatos de los bancos centrales han cambiado en el tiempo. En la década de los 1970s fue común en los bancos centrales tener mandatos amplios que incluían múltiples metas, cuyo cumplimiento podría entrar en conflicto entre ellas. Sin embargo, una lección proveniente de la elevada inflación observada en los 1970s y 1980s es que los bancos centrales deben centrarse en cumplir un solo objetivo preciso: la estabilidad de precios.

El caso peruano no fue la excepción. Entre los años 1962 y 1992 hubo un periodo de mandatos múltiples, que incluyeron promover el desarrollo y crecimiento económico, y en el cual se permitió además el financiamiento al Tesoro Público, lo cual derivó en niveles de inflación extremadamente altos y volátiles.



Nota: Gráfico no se ha hecho a escala en el periodo 1986-1990.
Fuente: INEI y BCRP.

El mandato del Banco Central de Reserva del Perú

El mandato del BCRP se encuentra establecido en la Constitución Política del Perú, y está circunscrito a preservar la estabilidad monetaria²². Asimismo, la Constitución establece la prohibición de conceder financiamiento al Tesoro Público para evitar que se vuelvan a repetir situaciones de dominancia fiscal al banco central, con altos costos en bienestar a toda la población. Bajo el

22 La Constitución Política del Perú en su artículo 84, señala que “La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su Ley Orgánica.” Además, la Ley Orgánica del BCRP en su artículo 2, señala que “Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales.”

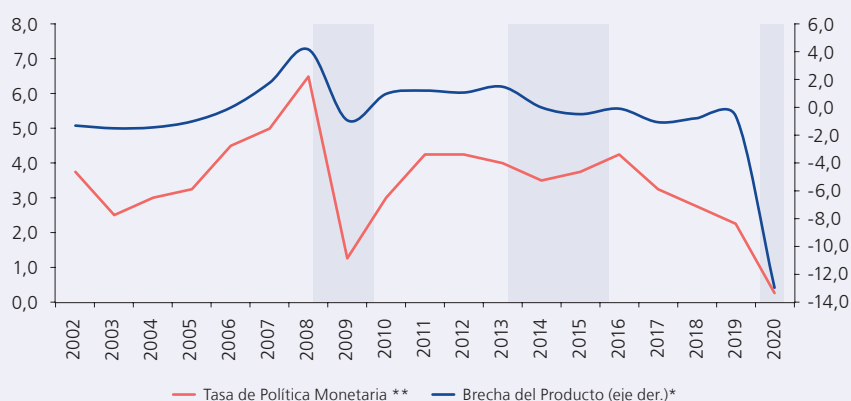
mismo principio, el Banco Central se encuentra impedido de otorgar financiamiento indirecto bajo cualquier modalidad, como por ejemplo a través de garantías²³. Estas prohibiciones aseguran que el Banco Central pueda tener la autonomía para realizar sus operaciones monetarias para cumplir su finalidad de preservar la estabilidad monetaria.

Asimismo, la Constitución y su Ley Orgánica establecen que las funciones del Banco Central son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales. El ejercicio de estas funciones se encuentra subordinado al cumplimiento de la finalidad de preservar la estabilidad monetaria. El Banco Central regula la moneda (liquidez) y el crédito del sistema financiero a través de sus instrumentos y operaciones de política monetaria. Por ejemplo, a través de la tasa de interés de referencia, las tasas de encaje y las operaciones de mercado abierto permite expandir o contraer la capacidad de las entidades financieras para proveer crédito a la economía, y así estabilizar los excesos de demanda y controlar la inflación.

Este marco normativo actual ha permitido que la economía peruana cuente con niveles de inflación bajos y estables. Así, el BCRP ha podido realizar una política monetaria contracíclica, cumpliendo persistentemente su finalidad de estabilidad de precios, lo cual ha permitido que mantengamos una de las inflaciones más bajas de la región.

BRECHA PRODUCTO Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA: 2002-2020

(Brecha producto como porcentaje del PBI potencial)



* BCRP.

** Fin de periodo.

¿Por qué un mandato único?

El mandato único permite a la autoridad monetaria concentrarse en el objetivo de control de la inflación, aislándola de presiones políticas para el cumplimiento de otros fines que pudieran ir en

23 El artículo 80 de la Ley Orgánica del BCRP señala: "El Banco está impedido de extender avales, cartas-fianza u otras garantías y de emplear cualquier otra modalidad de financiamiento indirecto, así como de otorgar seguros de cualquier tipo."





contra de la estabilidad de precios. De esta forma se elimina lo que se conoce como el problema de sesgo inflacionario²⁴: la estabilidad de precios se puede ver comprometida por presiones políticas de corto plazo, como el deseo de generar un ciclo económico expansivo, generando sistemáticamente mayores niveles de inflación. Así, aumenta también la inflación de largo plazo y se genera una recesión económica al ser insostenible el crecimiento de la demanda por encima de las capacidades productivas.

El mandato único de estabilidad de precios mitiga también el problema conocido como inconsistencia temporal²⁵: luego de haberse comprometido a un nivel de inflación bajo y estable, si la autoridad monetaria tuviera otros objetivos de política como metas de actividad económica podría desviarse ex post de su compromiso de inflación baja, expandiendo la demanda agregada sobre el PBI potencial y generando mayor inflación. Ante un problema de inconsistencia dinámica, el banco central perdería credibilidad, lo cual hace más difícil el control de la inflación y elimina su capacidad de realizar una política monetaria anti-cíclica.

Experiencias en otros países

Existen algunos casos en países desarrollados en que por razones históricas la autoridad monetaria tiene mandatos múltiples, como es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos. El motivo por el cual la FED tiene un mandato dual y bancos centrales en Latinoamérica y el Banco Central Europeo tienen un mandato de precios estables se relaciona a sus respectivas historias económicas. Así, se observa que en los últimos 60 años la inflación máxima de los países que actualmente tienen un mandato único de estabilidad de precios es significativamente mayor a la que han tenido los países que tienen un mandato dual. Sin embargo, el mandato único ha permitido la reducción significativa de las tasas de inflación en las últimas dos décadas.

En el caso de la Reserva Federal, que tiene los objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo²⁶, la credibilidad de este banco central ha permitido que en la práctica pueda seguir un objetivo de inflación baja y estable, sin episodios hiperinflacionarios como en otras economías como la peruana. En EEUU, desde la creación de la Reserva Federal en 1913, nunca se ha tenido una experiencia traumática de muy alta inflación, salvo el periodo 1974 -1981 en que alcanzó una tasa anual máxima de 13,5 por ciento en el año 1980. Por el contrario, el episodio más grave en su historia fue la gran depresión iniciada en 1929 y que le tomó muchos años recuperarse, y donde la crítica a la Reserva Federal fue no proveer suficiente liquidez a la economía.

Por el contrario, la historia en Latinoamérica ha sido de episodios de altísimas tasas de inflación en casi todos los países (con tasas anuales superiores al 30 por ciento) y con procesos hiperinflacionarios en algunos de ellos. De igual manera, países como Alemania y Hungría en

24 Ver por ejemplo: Barro, Robert J., y Gordon, David B. (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model" (PDF). *Journal of Political Economy*. 91 (4): 589–610.

25 Kydland, F., y E. Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-91.

26 Ver <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

Europa sufrieron también de situaciones de hiperinflación por un descontrol completo en la expansión del dinero en la economía.

Conclusiones

La estabilidad monetaria es un pilar fundamental para lograr el crecimiento económico de largo plazo, en la medida en que genera un entorno favorable para la actividad económica y el desarrollo. 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.

Para cumplir con este objetivo es necesario que el Banco Central cuente con autonomía y credibilidad, de tal manera que las expectativas de inflación se mantengan ancladas, lo cual contribuye a la mayor confianza de los agentes económicos, e impulsa el crecimiento de largo plazo.

El mandato de estabilidad monetaria es compatible con una política monetaria activa en responder a diferentes choques adversos a nuestra economía, buscando evitar que se interrumpa la cadena de pagos o reducir situaciones de alta volatilidad en los mercados financieros. La evidencia empírica muestra que las acciones del BCRP han contribuido a moderar los ciclos económicos y crediticios y recuperar la confianza en la moneda nacional.





VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

87. La **inflación** interanual aumentó de 2,14 por ciento en noviembre a 2,40 por ciento en febrero, impulsada por factores de oferta de algunos alimentos, el aumento del tipo de cambio y el mayor precio de los combustibles. Por el contrario, la tasa de inflación subyacente disminuyó de 1,75 a 1,57 por ciento en el mismo periodo, manteniéndose en el tramo inferior del rango meta y ubicándose en su nivel más bajo desde febrero de 2011. Este resultado es consistente con los diferentes indicadores tendenciales de inflación, los que se ubican en el tramo inferior del rango meta.

Gráfico 100
INFLACIÓN

(Variación porcentual últimos 12 meses)

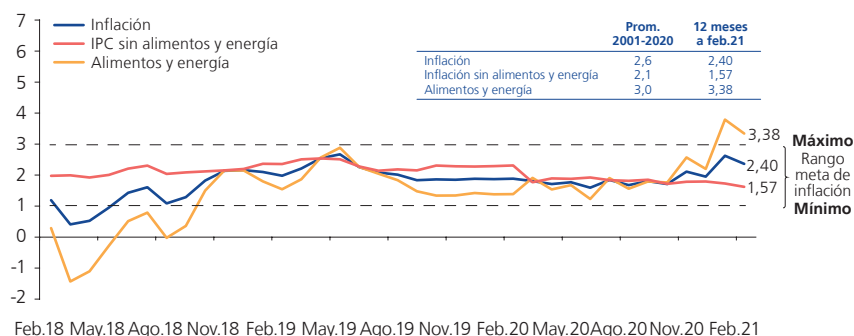
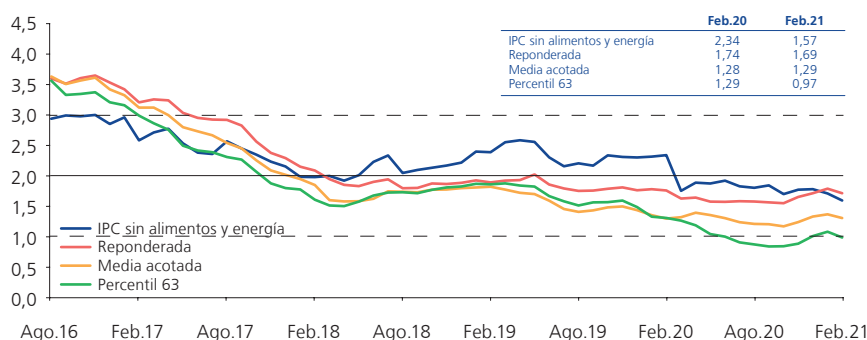


Gráfico 101
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)

**Nota:**

- 1. IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- 2. Reponderada:** Reduce el peso de los rubros con mayor volatilidad, dividiendo las ponderaciones originales de cada rubro entre la desviación estándar de sus variaciones porcentuales mensuales.
- 3. Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- 4. Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.

88. En los últimos doce meses –periodo comprendido entre marzo de 2020 y febrero de 2021–, la oferta y la demanda de una serie de productos se vio afectada por la inmovilización social y la menor actividad productiva, en el marco de las medidas adoptadas por la emergencia sanitaria. A ello se sumaron las alteraciones climáticas que dieron lugar a una menor provisión de algunos alimentos. Asimismo, se incrementaron los precios de los combustibles, por las alzas de la cotización internacional del petróleo, y las tarifas eléctricas. En este último caso, el incremento se explica por la liquidación trimestral para compensar las diferencias de los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras, así como por el cobro del peaje de algunas líneas de transmisión y el aumento del tipo de cambio.

Cuadro 43
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2019	2020	2021	
				Ene. - Feb.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,97	0,62	2,40
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,30	1,76	0,03	1,57
a. Bienes	21,7	1,39	1,52	0,17	1,42
b. Servicios	34,8	2,86	1,91	-0,06	1,66
2. Alimentos y energía	43,6	1,43	2,22	1,31	3,38
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,00	2,24	0,79	2,71
b. Combustibles y electricidad	5,7	4,32	2,13	4,64	7,77
Combustibles	2,8	-0,39	-4,20	11,84	8,03
Electricidad	2,9	8,04	6,73	-0,07	7,58





89. Los servicios con mayor incremento de precios en los últimos doce meses fueron los de salud (1,7 por ciento) y educación (1,6 por ciento), aunque registraron tasas inferiores a las de sus promedios anuales de los últimos veinte años (2,8 y 4,0 por ciento, respectivamente). El resto de servicios como comidas fuera del hogar y otros servicios personales, que incluye los servicios de empleados del hogar y de limpieza, entre otros, también presentaron tasas menores que las registradas en el periodo 2001-2020.

Cuadro 44
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales anuales)

	Peso	2019	2020	Feb.21	2001-20 Prom. Anual
IPC	100,0	1,90	1,97	2,40	2,56
Educación	9,1	5,22	1,98	1,55	4,03
Salud	1,1	1,47	1,20	1,67	2,75
Comidas fuera del hogar	11,7	1,69	1,00	0,85	3,40
Otros servicios personales	3,3	1,35	0,99	0,95	1,49
<i>De los cuales</i>					
Empleados del hogar	2,1	0,81	0,57	0,64	0,69
Servicio de limpieza	0,2	1,45	-0,04	-0,03	1,61
Reparaciones diversas	0,1	0,52	-0,37	-0,11	2,14
Reparación de radio y televisión	0,0	0,00	0,88	1,77	2,02

90. En el periodo comprendido entre enero y febrero de 2021, el nivel general de precios aumentó 0,62 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 0,03 por ciento en el mismo periodo, mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa mayor, de 1,31 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 0,79 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 4,64 por ciento, reflejando el alza de 11,84 por ciento de los precios de los combustibles.
91. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-febrero fueron legumbres, gas, gasolina, huevos y papa, mientras que los rubros con mayor contribución negativa fueron pollo, pescado, limón, matrícula y pensión de enseñanza y pasaje urbano.

Cuadro 45
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-FEBRERO 2021

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Legumbres frescas	0,2	100,7	0,24	Carne de pollo	3,0	-2,8	-0,07
Gas	1,4	11,7	0,15	Pescado fresco y congelado	0,7	-8,5	-0,05
Gasolina y lubricantes	1,3	13,2	0,14	Limón	0,2	-21,5	-0,05
Huevos	0,6	26,2	0,13	Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	-0,3	-0,03
Papa	0,9	5,1	0,04	Pasaje urbano	8,5	-0,3	-0,03
Entradas a espectáculos	1,7	2,6	0,04	Uva	0,1	-16,4	-0,02
Mandarina	0,2	8,5	0,02	Palta	0,1	-10,3	-0,02
Comidas fuera del hogar	11,7	0,1	0,02	Cebolla	0,4	-5,4	-0,02
Olluco y similares	0,1	16,6	0,01	Transporte nacional	0,3	-4,3	-0,02
Papaya	0,2	7,6	0,01	Pasaje de avión	0,4	-3,4	-0,01
Total			0,80	Total			-0,32

Alimentos

En el periodo enero-febrero se registraron aumentos en los precios de productos como la arveja verde, principal componente del rubro de legumbres frescas, y de la papa, sobre todo de la variedad “amarilla”, por un menor abastecimiento procedente de la sierra central. Las siembras y los rendimientos de estos productos estuvieron afectados por alteraciones climáticas. Se registraron escasas lluvias en gran parte de la campaña, exceso de lluvias a partir de diciembre y nuevamente disminución de las precipitaciones en febrero. También se produjeron granizadas y heladas en las zonas altoandinas.

El precio del huevo aumentó por una mayor demanda y mayores costos de producción. Ello en el contexto de las restricciones a la movilidad de las personas impuesta por la cuarentena. Cabe resaltar que el huevo es un producto que se puede comprar en las bodegas, establecimientos ubicados más cerca de los domicilios, y por unidad. A ello se sumó el incremento del precio internacional del maíz amarillo duro, principal componente del costo de producción. En febrero, la cotización promedio en dólares del maíz amarillo duro registró un alza de 7 por ciento con respecto a enero y de 44 por ciento en los últimos doce meses.

En contraste, el precio de la carne de pollo presentó una variación negativa, reflejando las rebajas de fines de enero y de las dos primeras semanas de febrero. En ese periodo, la oferta excedió el requerimiento de la demanda, afectada por la disminución de los ingresos, y por las medidas de inmovilización social, en el contexto de la emergencia sanitaria. También influyó el menor precio del pescado, su principal sustituto, ante un aumento de su abastecimiento.

Otro producto cuyo precio disminuyó fue el limón. En este caso, la deficiencia hídrica registrada en Piura a fines de 2020 afectó la calidad del producto, lo que disminuyó su cotización en el mercado.

Servicios

Las alzas en el rubro “entradas a espectáculos” se debieron al reajuste de la tarifa de televisión por cable y al aumento del servicio de internet.

En el mes de febrero, se registraron rebajas en la matrícula de los colegios particulares correspondiente a la temporada escolar del presente año. Ello ante la disminución de la demanda, por el traslado de alumnos de colegios particulares a colegios estatales, o a colegios de menores pensiones. Otro factor es que, considerando que las clases seguirían vía remota ante la continuidad de la emergencia sanitaria, se tendrían menores costos para los colegios en comparación a las clases presenciales.

Combustibles

El aumento del precio de los combustibles reflejó principalmente las alzas en los precios internacionales. En el caso del balón de gas doméstico, la evolución del precio respondió en gran medida al incremento del marcador internacional que es el precio del gas en Mont Belvieu (el GLP envasado fue retirado del Fondo de





Estabilización en abril de 2020). Respecto a los gasoholes, se registraron aumentos en los precios de paridad de importación. El marcador internacional en este caso es el precio de la gasolina de la Costa del Golfo.

Transporte nacional

La variación negativa de este rubro responde a la normalización de los precios luego de la mayor demanda de pasajes de fines de año. Ello en parte fue contrarrestado por el alza del pasaje de bus interprovincial en los últimos días de enero. El anuncio de restricciones a los viajes a provincias debido a la cuarentena, así como la disminución de actividades comerciales, motivó a muchas personas a retornar a sus lugares de origen.

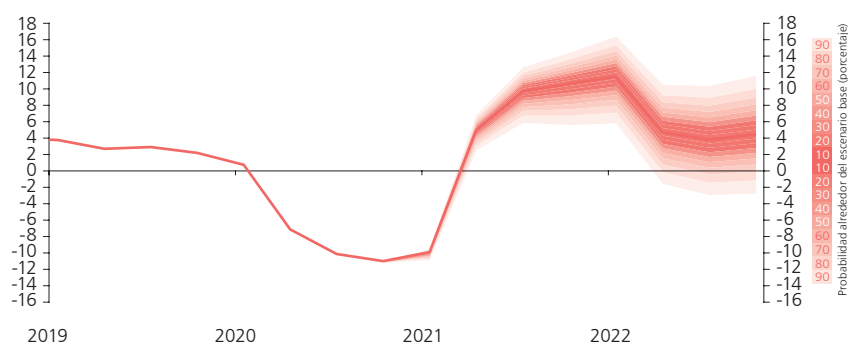
Proyecciones

92. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y a sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias tanto de demanda como de oferta.
93. A partir de la información disponible, se espera que a lo largo del horizonte de proyección la inflación interanual se ubique en el rango meta, y en el tramo inferior del mismo durante 2022. Esta proyección contempla expectativas de inflación que se mantienen alrededor del valor medio del rango meta, en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente conforme la economía continúe recuperándose, luego de la segunda ola de contagios por COVID-19. Entre los determinantes que mantendrían la inflación por debajo del valor central del rango meta se encuentran una brecha del producto aún negativa y la reversión parcial de los factores que elevaron transitoriamente la inflación en el periodo de cuarentena.



94. Para 2021 y 2022 se prevé una recuperación sostenida de la actividad económica, sustentada en la posición altamente expansiva de la política monetaria, la normalización de la producción local, un fuerte crecimiento de la economía de nuestros principales socios comerciales y de los términos de intercambio, así como también la recuperación de la confianza del consumidor y empresarial.

Gráfico 103
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2021-2022
(Variación porcentual últimos doce meses)



95. Las expectativas de inflación a doce meses en febrero de 2021 se ubican en 2,11 por ciento. Las expectativas de inflación, calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 2,0 y 2,2 por ciento para 2021, y entre 2,0 y 2,3 por ciento para 2022; lo que señala que las expectativas se mantienen alrededor del valor central del rango meta.

Gráfico 104
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)





Cuadro 46
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)

	RI Jun. 20	RI Set. 20	RI Dic. 20	RI Mar. 21*
Sistema Financiero				
2021	1,80	1,55	1,50	2,00
2022	-	-	2,00	2,00
Analistas Económicos				
2021	2,00	2,00	1,90	2,20
2022	-	-	2,00	2,30
Empresas No Financieras				
2021	2,20	2,00	2,00	2,00
2022	-	-	2,00	2,20

*Encuesta realizada al 28 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 10,7 por ciento en 2021, principalmente por incrementos en el precio del petróleo, de insumos derivados del mismo, y de algunos alimentos como el maíz y el trigo. Para 2022 se espera una corrección parcial de estos precios con lo que el precio de las importaciones decrecería en 1,7 por ciento. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de febrero muestran niveles entre S/ 3,50 y S/ 3,60 para 2021, y entre S/ 3,43 y S/ 3,55 para 2022.

Cuadro 47
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En soles por dólar)

	RI Jun. 20	RI Set. 20	RI Dic. 20	RI Mar. 21*
Sistema Financiero				
2021	3,37	3,40	3,43	3,50
2022			3,40	3,43
Analistas Económicos				
2021	3,40	3,50	3,54	3,56
2022			3,50	3,53
Empresas No Financieras				
2021	3,40	3,46	3,50	3,60
2022			3,50	3,55

* Encuesta realizada al 28 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

97. El balance de riesgos en la proyección de inflación de este Reporte es neutral, es decir se considera igual probabilidad de ocurrencia de desvío hacia arriba o hacia

abajo. Las principales contingencias contempladas en la proyección de inflación son:

- **Choques de demanda interna**

En el horizonte de proyección se considera la recuperación de las principales actividades económicas en un contexto de vacunación masiva de la población y estabilidad política, financiera y social; lo que favorecería el consumo, la inversión privada y la generación de empleo. Sin embargo, eventuales demoras en el proceso de vacunación masivo podrían demorar la recuperación esperada de la economía. Otro escenario contingente adverso es uno de mayor incertidumbre sobre la estabilidad política y social, que podría retraer el gasto privado y público tanto en consumo como en inversión. Todo lo anterior implicaría una brecha del producto más negativa y, con ello, un impacto esperado negativo en inflación.

- **Choques de demanda externa**

Las dificultades logísticas de transporte y almacenamiento de las vacunas en diferentes países generan incertidumbre sobre el grado de inmunización de la población y, de esta forma, sobre el control de la pandemia y de posibles rebrotes en el futuro. Sin embargo, este riesgo se vería compensado con los programas de estímulo fiscal en las diferentes economías como el recientemente aprobado en los Estados Unidos, y el mayor dinamismo y la recuperación de las principales economías del mundo. En consecuencia, el impacto esperado de este choque sobre la inflación es ahora neutral respecto al Reporte de Inflación de diciembre 2020.

- **Choques financieros externos**

En las últimas semanas se ha registrado un alza significativa de las tasas de interés de largo plazo por mayores expectativas de inflación en el mediano y largo plazo en los países desarrollados que se han transmitido también a los países emergentes. De acentuarse de manera abrupta estas tendencias al alza y dado el creciente endeudamiento, tanto público como privado, a nivel mundial se podría generar un incremento en los costos financieros y debilitamiento de las monedas de los países emergentes. El fortalecimiento del dólar, y la mayor inflación externa, presionaría también al alza la inflación doméstica a través de una mayor inflación importada.

- **Choques de precio de alimentos**

Los precios internacionales de los alimentos se han incrementado durante el último año; de producirse mayores incrementos en los precios de los





alimentos a los contemplados en el presente Reporte de Inflación, se esperaría un incremento en la inflación doméstica a través del efecto de una mayor inflación importada.

Gráfico 105
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN

