



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2023

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2023-2025**

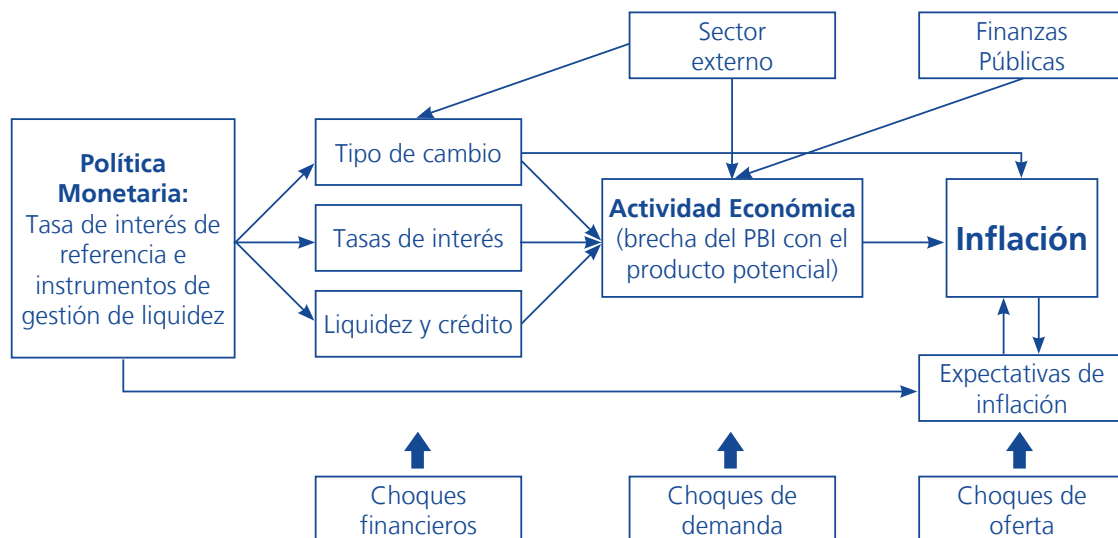


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2025

Diciembre 2023



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 2023-2025

Diciembre 2023

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Evolución reciente de la inflación	16
- Respuestas de política monetaria y fiscal	19
- Perspectivas de la economía global	21
- Mercados financieros internacionales	23
- Precios de los <i>commodities</i>	28
II. Balanza de pagos	38
- Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	38
- Resultado de las cuentas externas	41
- Cuenta financiera	44
- Reservas Internacionales Netas	46
III. Actividad económica	47
- PBI sectorial	47
- PBI gasto.....	54
IV. Finanzas públicas.....	78
- Ingresos corrientes.....	80
- Gastos no financieros.....	81
- Postura fiscal.....	82
- Financiamiento y deuda	83
V. Política monetaria y condiciones financieras	87
- Acciones de política monetaria.....	87
- Mercado cambiario.....	98
- Liquidez.....	102
- Crédito al sector privado	104
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	117
- Evolución reciente de la inflación	117
- Proyecciones.....	122
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	126
 Recuadros	
1. Choques que afectaron la economía peruana en 2023	62
2. Fechado del ciclo económico	66
3. El Fenómeno El Niño Costero 2017 y la vulnerabilidad de los hogares peruanos.....	71
4. Estimaciones del Balance Oferta – Demanda en el Sector Eléctrico 2023-2026.....	76
5. La experiencia histórica internacional y peruana frente a choques inflacionarios.....	109
6. Hechos estilizados de circulación por denominación	114
7. Indicadores de inflación de alta frecuencia y patrones de precios de supermercados.....	128

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2023 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a octubre de 2023 de las cuentas monetarias y del PBI mensual; y a noviembre de 2023 de inflación, operaciones del Sector Público No Financiero, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. 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 (un rango entre 1 y 3 por ciento) busca 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 2003, el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos, y por distintos canales, a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de 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 retornar 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 significativas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte de Inflación incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2023-2025, que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que puedan desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 14 de diciembre de 2023.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 15 de marzo de 2024.



Resumen

- i. La **actividad económica mundial** ha mostrado, durante el tercer trimestre del año, un desempeño mejor al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, sobre todo en el sector servicios. En este contexto, la proyección de crecimiento mundial para 2023 se ha revisado al alza, de 2,8 a 3,0 por ciento. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre de este año, se proyecta una desaceleración de la actividad económica global, la cual se prevé que continuará en 2024. En consecuencia, el crecimiento mundial se reducirá a 2,7 por ciento en ese año y se recuperará a 3,0 por ciento en 2025, en un contexto de menores tasas de inflación y de interés.
- ii. Los **términos de intercambio** registraron un crecimiento interanual de 2,8 por ciento durante el periodo enero-setiembre de 2023, debido a una mayor caída de los precios de importaciones que los de exportaciones. Esta evolución es el resultado del incremento de la oferta de alimentos en los principales países productores, y perspectivas de un mercado global de petróleo más equilibrado.

Para los siguientes dos años se prevén menores precios debido al deterioro en las perspectivas de demanda y la mayor oferta prevista. De esta manera, se prevé que los términos de intercambio se incrementen en 4,1 por ciento en 2023 (antes 3,0 por ciento), se reduzcan en 1,8 por ciento en 2024 (antes, aumento de 1,3 por ciento) y finalicen el horizonte de proyección con un crecimiento de 1,3 por ciento.

- iii. La **cuenta corriente** acumulada en los últimos cuatro trimestres pasó de un déficit de 4,0 por ciento del PBI en 2022 a uno de 0,7 por ciento al tercer trimestre de 2023. Esta evolución respondió a la caída de los volúmenes de importación –debido al retroceso de la demanda interna–, a la evolución favorable de los términos de intercambio, a la reducción de las utilidades de las empresas con Inversión Directa Extranjera y, en menor medida, a la caída del déficit en la balanza de servicios –por menores precios de fletes marítimos– y a los mayores envíos de transferencias desde el exterior. Se espera que el déficit en cuenta corriente mantenga la tendencia decreciente observada en el año y cierre 2023 en 0,1 por ciento del PBI, para luego incrementarse a 0,8 por ciento en 2024 y alcanzar 1,2 por ciento del producto en 2025, acorde con la mayor demanda de importaciones que acompañará a la recuperación de la actividad económica.
- iv. La **actividad económica nacional** se contrajo 0,7 por ciento en el periodo enero-octubre de 2023. Este periodo de contracción se inicia con los conflictos sociales y las condiciones climáticas negativas (que luego se prolongaron a lo largo de todo el año) que afectaron la capacidad productiva, los ingresos y la confianza del sector privado. Estos choques negativos fueron acompañados por el deterioro del presupuesto familiar ante el alza persistente y significativa de los precios de los alimentos (alza internacional de granos, seguida de mayores costos de fertilizantes, sequías y Fenómeno El Niño) y una menor demanda de productos no tradicionales en el mercado norteamericano.

Por el lado del gasto, esta evolución se caracterizó principalmente por la contracción de la inversión privada y de los gobiernos subnacionales y una desaceleración pronunciada del consumo privado. Por el lado de la oferta, los sectores no primarios se vieron afectados





por la contracción del gasto privado, principalmente las actividades de manufactura, construcción y servicios. Las actividades primarias, en especial el agro, la pesca y su manufactura asociada, se vieron perjudicadas por las anomalías climáticas que afectaron el rendimiento de cultivos y la disponibilidad de anchoveta. Aunado a ello, se realizaron operaciones de mantenimiento no previstas en empresas mineras, lo que afectará la producción de cobre y molibdeno.

En tal sentido, se contempla una caída de la actividad económica de 0,5 por ciento en 2023, en contraste con el crecimiento de 0,9 por ciento previsto en el Reporte de setiembre. Dado que se prevé que los eventos transitorios de 2023 no se repitan en la misma magnitud, la actividad económica se recuperará en 2024 –sobre todo en la segunda mitad del año– y en 2025, con una tasa de crecimiento de 3,0 por ciento en ambos años. Con ello, la economía peruana presentaría una de las tasas proyectadas más altas en la región. El escenario base asume un Fenómeno El Niño costero de magnitud moderada, de acuerdo con lo señalado en el último comunicado del ENFEN como el escenario más probable.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos 12 meses aumentó de 1,7 por ciento en 2022 a 2,7 por ciento del PBI en noviembre de 2023, debido al deterioro de los ingresos corrientes. La desaceleración de la actividad económica y los precios de *commodities* más bajos explican la revisión al alza de la proyección del déficit fiscal a 2,5 por ciento del PBI en 2023, y se prevé que se encuentre en los límites dispuestos por la regla fiscal de 2,0 y 1,5 por ciento del PBI en 2024 y 2025; respectivamente.

Consistente con estas proyecciones de déficit fiscal, se espera que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumente de 21,0 a 23,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2025. Se proyecta que la **deuda bruta** se mantendrá estable bajo el supuesto de un mayor uso de depósitos del sector público para financiar el déficit fiscal. Así, la deuda pública pasaría de 33,8 a 33,1 por ciento del PBI entre 2022 y 2025.

- vi. Entre setiembre y diciembre de 2023, el Directorio del BCRP decidió reducir la **tasa de interés de referencia** en 25 puntos básicos en cada oportunidad, con lo cual la tasa de interés de referencia disminuyó de 7,75 a 6,75 por ciento. La comunicación de estas decisiones enfatizó que ello no necesariamente implica un ciclo de reducciones sucesivas en la tasa de interés y que futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.
- vii. El **crédito al sector privado** se expandió en 0,7 por ciento en términos anuales en noviembre de 2023 (4,6 por ciento en 2022), lo que reflejó principalmente la evolución de la actividad económica. Hacia adelante se espera una recuperación de la demanda de crédito acorde con la proyección de crecimiento del PBI. Así, se proyecta que la tasa de expansión del crédito al sector privado se eleve a 3,5 y 5,0 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente.
- viii. La tasa de **inflación** interanual continuó disminuyendo de manera importante desde junio: pasó de 7,89 por ciento en mayo a 3,64 por ciento en noviembre. La caída se debe a la corrección en algunos precios de alimentos como cebolla y, en los últimos meses, limón, así como por comidas fuera del hogar y transporte local. La inflación sin alimentos y energía bajó de 5,11 a 3,09 por ciento en el mismo periodo, muy cercano al rango meta.

Se espera una tasa de inflación de 3,1 por ciento en 2023, lo cual implica una revisión a la baja respecto a lo esperado en el Reporte de setiembre (3,8 por ciento). Este cambio se debe a la reversión más rápida del impacto de los choques de oferta en los precios de alimentos observada en los últimos meses. Se espera que la inflación interanual se mantenga relativamente estable en el primer trimestre, retorne al rango meta a comienzos del segundo trimestre de 2024 y cierre ese año en 2,3 por ciento y en 2,0 por ciento en 2025.

Con ello, el Perú sería una de las primeras economías de la región en lograr retornar la inflación y en particular, la inflación sin alimentos y energía (inflación subyacente) dentro de su rango meta.

- ix. Se reduce el sesgo al alza del **balance de riesgos para la proyección de inflación** en relación con el Reporte anterior. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) choques de oferta internos como la ocurrencia de un Fenómeno El Niño costero fuerte o severo en el verano de 2024, que podría interrumpir el desarrollo de algunas actividades económicas, el traslado de bienes perecibles y el abastecimiento de los mercados internos, y traducirse en mayores precios de alimentos y costos de transporte; o choques de oferta externos como mayores costos de transporte por restricciones en el acceso a rutas marítimas (canal de Panamá por El Niño global o en el canal de Suez por conflictos geopolíticos); (ii) choques de demanda interna por demoras en la recuperación de la confianza del consumidor y empresarial que podrían deteriorar las perspectivas del gasto privado; (iii) choques de demanda externos por la desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros principales productos de exportación; y (iv) choques financieros por presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política o por el incremento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2022	2023*		2024*		2025*
		RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,7	0,9	-0,5	3,0	3,0	3,0
2. Demanda interna	2,3	-0,3	-1,6	3,0	2,9	2,9
a. Consumo privado	3,6	1,2	0,2	3,0	2,7	2,8
b. Consumo público	-3,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
c. Inversión privada fija	-0,4	-5,3	-7,3	1,8	1,8	3,0
d. Inversión pública	7,7	1,5	1,0	4,0	4,0	4,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,1	2,8	3,0	3,3	3,1	3,8
4. Importaciones de bienes y servicios	4,4	-2,0	-1,2	3,4	2,7	3,3
5. Crecimiento del PBI Mundial	3,4	2,8	3,0	2,7	2,7	3,0
Nota:						
Brecha del producto ^{1/} (%)	0,8	-1,5 ; -0,5	-1,8 ; -0,8	-1,0 ; 0,0	-1,3 ; -0,3	-0,7 ; 0,3
Var. %						
6. Inflación (fin de periodo)	8,5	3,8	3,1	2,4	2,3	2,0
7. Inflación esperada ^{2/}	6,3	4,1	3,9	3,0	3,1	2,5
8. Depreciación esperada ^{2/}	-5,1	-3,1	-1,3	0,9	0,4	0,9
9. Términos de intercambio	-10,5	3,0	4,1	1,3	-1,8	1,3
a. Precios de exportación	1,8	-3,6	-2,7	2,2	-1,0	1,8
b. Precios de importación	13,7	-6,5	-6,6	0,9	0,7	0,5
Var. % nominal						
10. Circulante	-3,8	-5,0	-7,2	-1,0	-2,5	0,0
11. Crédito al sector privado	4,6	1,0	0,7	4,0	3,5	5,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	25,3	23,3	23,0	22,8	22,9	23,0
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,0	-1,3	-0,1	-1,2	-0,8	-1,2
14. Balanza comercial	4,2	5,8	6,1	5,7	5,4	5,6
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{3/}	5,9	1,1	0,6	1,3	0,8	1,6
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	22,1	20,2	20,0	20,3	20,3	20,5
17. Gastos no financieros del Gobierno General	22,0	20,9	20,7	20,8	20,7	20,5
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-1,7	-2,4	-2,5	-2,0	-2,0	-1,5
19. Saldo de deuda pública total	33,8	32,9	32,9	32,8	33,3	33,1
20. Saldo de deuda pública neta	21,0	21,7	22,4	22,4	23,5	23,9

RI: Reporte de Inflación

* Proyección.

1/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje del PBI potencial).

2/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2022 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.

3/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión de activos externos de residentes (AFP), inversión extranjera de cartera neta y desembolsos netos de largo plazo del sector privado. Signo positivo indica flujo de entrada neto de capitales externos.

I. Sector externo

1. Desde el último Reporte de Inflación, la evolución de la actividad económica global ha mostrado, en términos generales, un desempeño mejor a lo previsto. Por un lado, destaca la evolución de Estados Unidos, cuyos indicadores confirman la percepción de una desaceleración moderada, y la de China, donde los temores sobre un enfriamiento brusco de su economía se redujeron tras la difusión de datos ejecutados del tercer trimestre. En línea con estos eventos, el crecimiento para 2023 se ha revisado al alza: de 2,8 a 3,0 por ciento.

Se espera una desaceleración a partir del cuarto trimestre de este año, que se prolongará a lo largo de 2024. Esta tendencia está relacionada al impacto rezagado de la política monetaria sobre las condiciones financieras y crediticias, las menores ganancias en el mercado laboral y los altos niveles de deuda privada en las principales economías. A diferencia de otros periodos, se observa un desacoplamiento entre las economías más importantes: las tasas relativamente altas de Estados Unidos y China contrastan, por ejemplo, con las registradas en otras economías como Alemania y Reino Unido.

El conflicto en Medio Oriente es un nuevo factor de riesgo en el escenario central, factor que se suma a otros posibles choques de oferta, como la ocurrencia de un Fenómeno El Niño global de magnitud fuerte. Otros factores de riesgo han sido señalados en el Reporte de setiembre. En particular, una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta podría implicar un ajuste adicional, o una flexibilización más lenta, en la política monetaria de los principales bancos centrales.

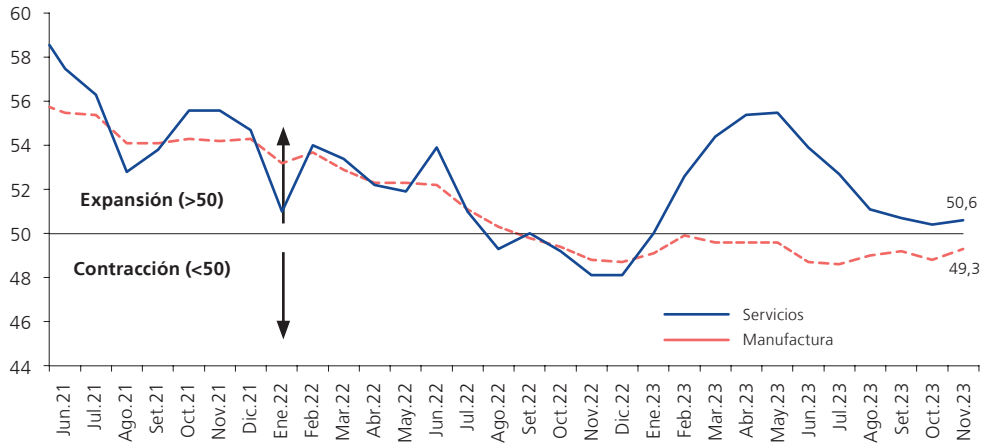
Evolución reciente de la actividad económica global

2. En términos generales, la economía global ha mostrado una resiliencia a pesar del ajuste de las condiciones financieras y la incertidumbre global, entre otros factores. Las altas tasas de expansión de Estados Unidos y China compensaron el bajo crecimiento de la eurozona y del Reino Unido.

Sin embargo, en octubre y noviembre la economía global muestra evidencia de un menor dinamismo. El sector servicios, que ha liderado el crecimiento en, muestra una desaceleración, mientras que el sector manufactura continúa en zona de contracción afectado, entre otros factores, por el escaso impulso del comercio mundial y los altos precios de la energía.



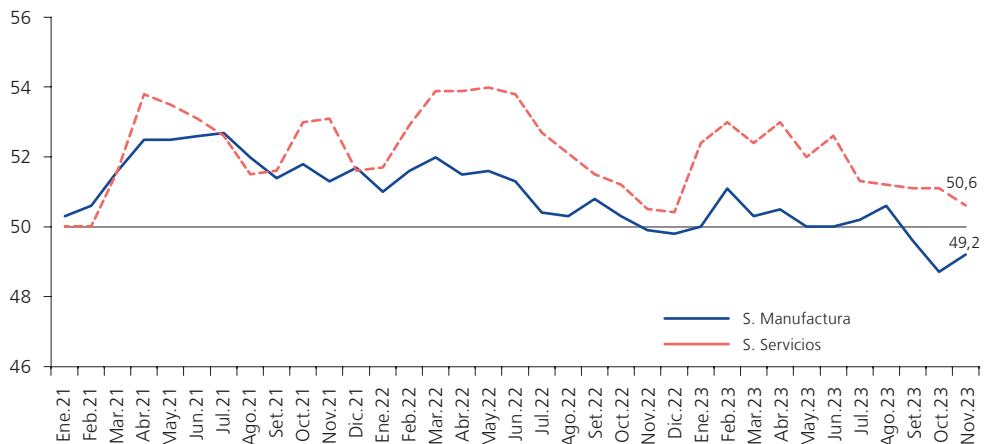
Gráfico 1
PMI GLOBAL: ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL
DE LOS SECTORES MANUFACTURA Y SERVICIOS
 (Índice de difusión)



Fuente: S&P Global.

La evolución desfavorable del sector manufactura y la ralentización del sector servicios reflejan, entre otros factores, la caída en los excedentes de ahorro y las ganancias cada vez menores en los mercados laborales. Esto último es recogido en la disminución, por cuatro meses consecutivos, del rubro empleo que forma parte del PMI global de servicios; en el caso del PMI global de manufactura, este rubro permanece en zona de contracción en los dos últimos meses. El rubro de órdenes de exportación también se mantuvo en zona de contracción reflejando la desaceleración del comercio global.

Gráfico 2
PMI GLOBAL EMPLEO: SUBÍNDICE DE EMPLEO
 (Índice de difusión)



Fuente: JP Morgan y S&P.

- En las economías desarrolladas, el desempeño económico durante el tercer trimestre fue mejor a lo esperado, en particular en Estados Unidos. El crecimiento del tercer trimestre de 4,9 por ciento, el mayor desde fines de 2021, reflejó la reactivación de la demanda interna. Luego del bajo crecimiento del segundo trimestre, el consumo privado, en particular de bienes duraderos, se recuperó apoyado en los altos niveles de empleo. La inversión, por

su parte, se vio dinamizada por la construcción no residencial donde algunos proyectos están siendo impulsados por el denominado proceso de relocalización de empresas apoyado, a su vez, por las medidas del gobierno de otorgar incentivos al consumo de bienes producidos localmente (como autos eléctricos).

Por el contrario, la inversión residencial siguió en contracción en un contexto de altas tasas de préstamos; aunque la caída ha sido menor a la esperada debido a escasos inventarios y a la poca disponibilidad de viviendas de segunda a la venta.

Cuadro 1
PRINCIPALES ECONOMÍAS: CRECIMIENTO TRIMESTRAL
(Var. % de la serie desestacionalizada)

	IT.22	II.22	III.22	IV.22	IT.23	II.23	III.23
Estados Unidos*	-0,4	-0,1	0,8	0,6	0,6	0,5	1,2
Alemania	1,0	-0,1	0,4	-0,4	0,0	0,1	-0,1
Reino Unido	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,0
Japón	-0,6	1,2	-0,1	-0,1	0,9	1,1	-0,5
China	0,8	-2,3	3,7	0,8	2,3	0,5	1,3

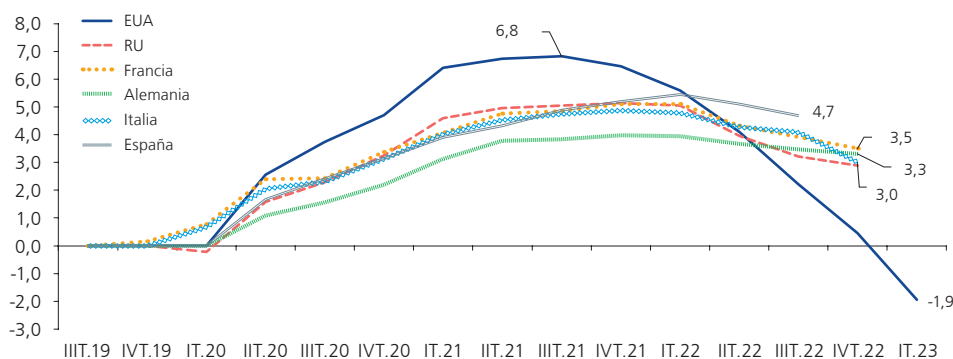
Fuente: OCDE.

* Tasa de crecimiento trimestral implícita con un crecimiento anualizado de 4,9% en el III.23.

Sin embargo, los indicadores de frecuencia mensual muestran que el crecimiento en lo que va del cuarto trimestre sería menor. A nivel de sectores, se observa que la manufactura se mantiene en la zona de contracción y los servicios, aunque en expansión (por encima de 50), están por debajo de los niveles alcanzados en el primer semestre. A nivel de componentes del gasto, el consumo privado, reflejado en las ventas minoristas, está afectado por el incremento en los costos de endeudamiento, las menores ganancias en el mercado laboral (tanto en creación de empleos como en aumento de salarios) y los aún elevados precios en el sector servicios.

Asimismo, los excedentes de ahorro generados durante la pandemia han disminuido, en particular en el caso de Estados Unidos. De acuerdo con estimados del FMI, los excedentes de ahorro de las familias norteamericanas han disminuido significativamente y se ubican por debajo de otras economías desarrolladas.

Gráfico 3
EXCESO DE AHORRO ACUMULADO EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS
(% PBI)



Fuente: FMI (octubre 2023) en base Soyres, Moore, y Ortiz (2023).





4. La evolución positiva de Estados Unidos contrasta con lo ocurrido en otras economías desarrolladas, como la eurozona y Reino Unido. En el caso de la eurozona destaca la contracción de Alemania que siguió afectada por la evolución del sector manufacturero fuertemente dependiente del comercio internacional. Por el contrario, el dinamismo del sector servicios (en particular turismo) favoreció el crecimiento de Italia y España. Esta tendencia hacia una moderación en la expansión de la región se ha mantenido en lo que va del cuarto trimestre.

En Japón, la actividad económica se ha visto favorecida por la demanda externa, en particular por las mayores exportaciones de automóviles y autopartes. El dinamismo del sector exportador se ha visto reforzado por la depreciación del yen ante la divergencia entre la política monetaria del Banco de Japón y el resto de principales economías.

Cuadro 2
PMI DE MANUFACTURA Y SERVICIOS
(Índice de difusión)

	Dic. 22	Mar. 23	Jun. 23	Jul. 23	Ago. 23	Set. 23	Oct. 23	Nov. 23
PMI Manufactura								
India	57,8	56,4	57,8	57,7	58,6	57,5	55,5	56,0
Japón	48,9	49,2	49,8	49,6	49,6	48,5	48,7	48,1
China	49,0	50,0	50,5	49,2	51,0	50,6	49,5	50,7
EUA	46,2	49,2	46,3	49,0	47,9	49,8	50,0	49,4
Brasil	44,2	47,0	46,6	47,8	50,1	49,0	48,6	49,4
RU	45,3	47,9	46,5	45,3	43,0	44,3	44,8	46,7
Francia	49,2	47,3	46,0	45,1	46,0	44,2	42,8	42,6
Italia	48,5	51,1	43,8	44,5	45,4	46,8	44,9	44,4
Alemania	47,1	44,7	40,6	38,8	39,1	39,6	40,8	42,3
PMI Servicios								
India	58,5	57,8	58,5	62,3	60,1	61,0	58,4	56,9
Japón	51,1	55,0	54,0	53,8	54,3	53,8	51,6	51,7
China	48,0	57,8	53,9	54,1	51,8	50,2	50,4	51,5
EUA	44,7	52,6	54,4	52,3	50,5	50,1	50,6	50,8
Brasil	51,0	51,8	53,3	50,2	50,6	48,7	51,0	51,2
RU	49,9	52,9	53,7	51,5	49,5	49,3	49,5	50,5
Francia	49,5	53,9	48,0	47,1	46,0	44,4	45,2	45,3
Italia	49,9	55,7	52,2	51,5	49,8	49,9	47,7	49,5
Alemania	49,2	53,7	54,1	52,3	47,3	50,3	48,2	48,7

Fuente: PMI S&P.

Expansión > 50

Contracción < 50

5. Dentro de las economías emergentes, la actividad económica de **China** del tercer trimestre fue mayor a la esperada. Sin embargo, la publicación de indicadores de octubre y noviembre dan una señal mixta sobre el estado actual de la economía. A nivel sectorial, los servicios continuaron expandiéndose, aunque a un menor ritmo, mientras que la manufactura revirtió la tendencia positiva observada en el tercer trimestre.

Estos eventos continúan reflejando una débil demanda externa e interna. En particular, la demanda interna sigue siendo afectada por una recuperación modesta del consumo doméstico y por un desarrollo desfavorable de la inversión, específicamente en el sector inmobiliario. Este panorama económico sigue acompañado por bajas tasas de inflación. Más aún, en noviembre, los precios al consumidor volvieron a registrar una caída, la tercera vez en lo que va del año.

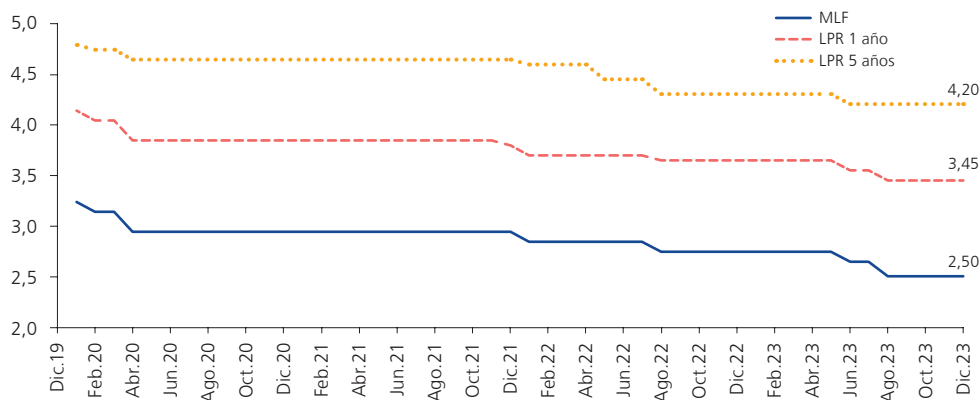
Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

	2021	2022	2023						
			Mar.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.
PMI servicios - S&P 1/			57,8	53,9	54,1	51,8	50,2	50,4	51,5
PMI no manufacturero - oficial 1/			58,2	53,2	51,5	51,0	51,7	50,6	50,2
PMI manufacturero - S&P 1/			50,0	50,5	49,2	51,0	50,6	49,5	50,7
PMI manufacturero - oficial 1/			51,9	49,0	49,3	49,7	50,2	49,5	49,4
Producción Industrial 2/			3,9	4,4	3,7	4,5	4,5	4,6	6,6
Inversión en activos fijos 3/			5,1	3,8	3,4	3,2	3,1	2,9	2,9
Ventas minoristas 2/			10,6	3,1	2,5	4,6	5,5	7,6	10,1
Exportaciones 2/			14,8	-12,4	-14,5	-8,8	-6,2	-6,4	0,5
Importaciones 2/			-1,4	-6,8	-12,4	-7,3	-6,2	3,0	-0,6
Préstamos bancarios 2/			11,8	11,3	11,1	11,1	10,9	10,9	10,8
Índice de precios al consumidor 2/			0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,5
Índice de precios de vivienda 2/			-0,8	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Índice de precios al productor 2/			-2,5	-5,4	-4,4	-3,0	-2,5	-2,6	-3,0

1/ Índice de difusión: 50 = nivel neutral.
2/ var. % anual.
3/ var. % acum. anual.
Fuente: Trading Economics.

En este contexto, el gobierno chino anunció mayores estímulos para contrarrestar el menor dinamismo observado y evitar un proceso deflacionario. Resalta el plan de emisión de bonos soberanos por un valor de 1 billón de yuanes (aproximadamente USD 137 mil millones) para estimular la inversión en infraestructura. Por su parte, el banco central continuó con las medidas y anuncios de apoyo, principalmente en forma de crédito y liquidez, aunque mantuvo inalteradas las tasas de interés claves en un intento de limitar la depreciación del yuan.

Gráfico 4
CHINA: TASAS DE INTERÉS
(En porcentaje)



Nota: la tasa MLF (*medium-term lending facility*) es la tasa de política con la cual el PBoC presta a los grandes bancos comerciales. Por su parte, las tasas LPR (*loan prime rates*) sirven de referencia para nuevos préstamos: a 1 año, para préstamos corporativos y domésticos; a 5 años, para las hipotecas. Estas se basan en un promedio ponderado de las tasas de préstamo de 18 bancos comerciales.
Fuente: Trading Economics.

- En el caso de **América Latina**, se ha mantenido la divergencia en la evolución de la actividad económica entre los países de la región.

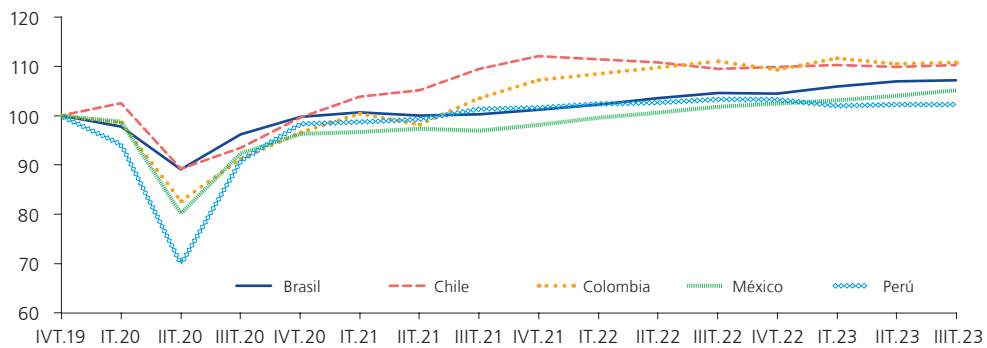
México y Brasil continuaron registrando un desempeño favorable. México se ha visto favorecido de un aumento en las exportaciones a Estados Unidos, desplazando a China



como principal proveedor, por las tensiones geopolíticas y el acuerdo comercial T-MEC (que incluye a los países de Norteamérica). En el caso de Brasil, destaca el dinamismo del consumo privado en un contexto de estímulos fiscales y de una menor incertidumbre política.

El resto de las economías ha mostrado un menor dinamismo en un contexto en que la demanda interna se ha visto afectada por el ajuste en las condiciones monetarias y crediticias, y por la reducción de los excedentes de ahorro generados durante la pandemia, en particular en Chile y Colombia.

Gráfico 5
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)

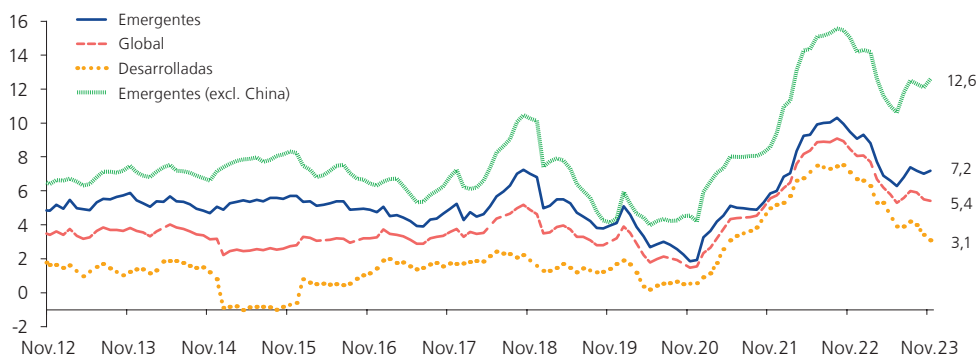


* Series desestacionalizadas.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Evolución reciente de la inflación

- En los meses de octubre y noviembre, la inflación mantuvo la tendencia a la baja observada durante la mayor parte del año. Cabe señalar que el ligero incremento de la inflación en julio y agosto se concentró en algunos países (Estados Unidos, Turquía, Rusia y Brasil).

Gráfico 6
INFLACIÓN: GLOBAL, PAÍSES DESARROLLADOS Y ECONOMÍAS EMERGENTES
(Var. % 12 meses)



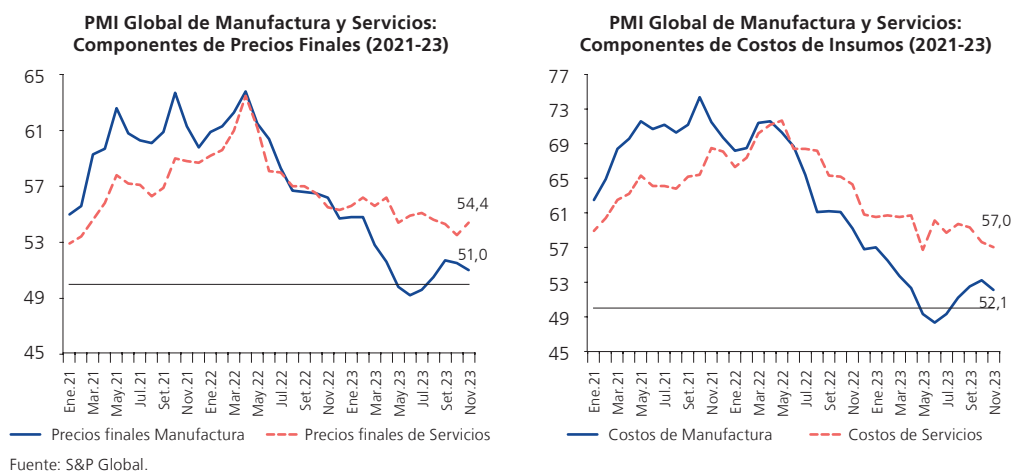
Fuente: Reuters.
Elaboración: BCRP.

	Inflación (var. % 12 meses)										
	Set.22	Dic.22	Mar.23	Abr.23	May.23	Jun.23	Jul.23	Ago.23	Set.23	Oct.23	Nov.23
Global	9,1	8,1	6,7	6,2	5,8	5,3	5,6	6,0	5,9	5,5	5,4
Desarrollados	7,4	6,7	5,3	5,3	4,6	3,9	3,9	4,2	4,0	3,4	3,1
Emergentes	10,3	9,1	7,7	6,9	6,6	6,3	6,8	7,4	7,2	7,0	7,2
Desarrollados sin EUA	6,9	6,9	5,6	5,6	5,1	4,6	4,4	4,5	4,2	3,4	3,1
Emergentes sin China	15,6	14,2	12,6	11,6	11,0	10,6	11,8	12,5	12,3	12,1	12,6

Fuente: Reuters.
Elaboración: BCRP.

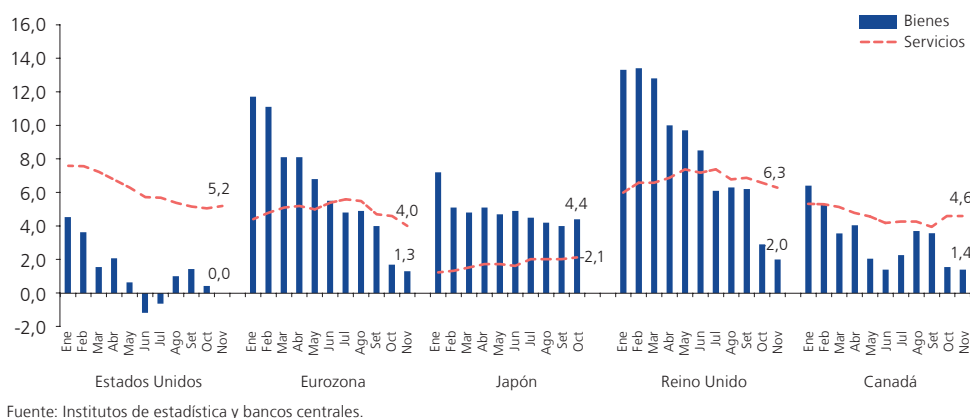
Al igual que en los meses precedentes, las mayores presiones inflacionarias se observan en el sector servicios, debido a la recomposición de la demanda luego de la pandemia y a una escasez de mano de obra. Así, en términos agregados, los subíndices PMI de precios y costos en el sector servicios se encuentran por encima de los mismos subíndices del sector manufacturero.

Gráfico 7
PMI GLOBAL: PRECIOS FINALES Y COSTOS DE INSUMOS



Como se observa en el siguiente gráfico las presiones inflacionarias de bienes han tenido una tendencia decreciente en la mayoría de los países; mientras que las de servicios han disminuido sólo ligeramente e incluso, en algunos casos como Japón y Canadá, presentan una ligera tendencia al alza.

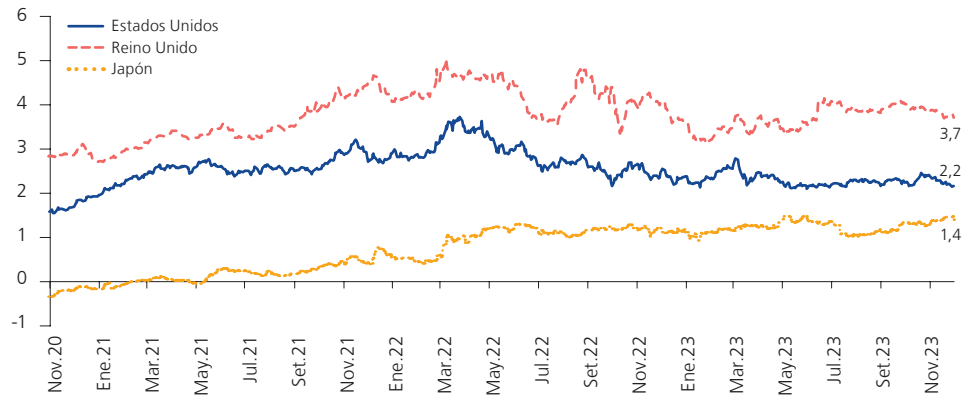
Gráfico 8
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS
(En %)



Respecto a las expectativas de inflación, la inflación *breakeven* –que mide la diferencia entre los bonos nominales y aquellos indexados a la inflación– muestra que la inflación esperada a 5 años se ubica alrededor de la meta para el caso de Estados Unidos. En el caso del Reino Unido, las expectativas permanecen por encima, aunque con una ligera tendencia a la baja. Por su parte, en Japón, éstas aún permanecen por debajo de 2 por ciento, a pesar de que las tasas actuales se ubican por encima de la meta.



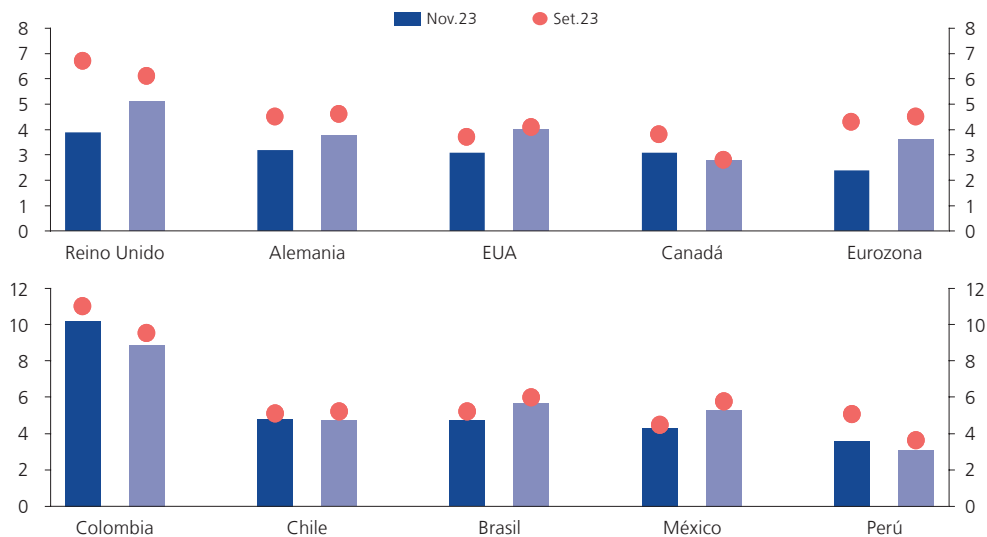
Gráfico 9
TASAS DE INFLACIÓN BREAKEVEN A 5 AÑOS
(En %)



Fuente: Reuters.

En el caso de las economías emergentes, las presiones inflacionarias también continuaron a la baja. Además del impacto que ha tenido la política monetaria sobre la inflación y la reversión de los choques de oferta, influyeron en esta evolución las presiones apreciatorias de la mayoría de las monedas con respecto al dólar.

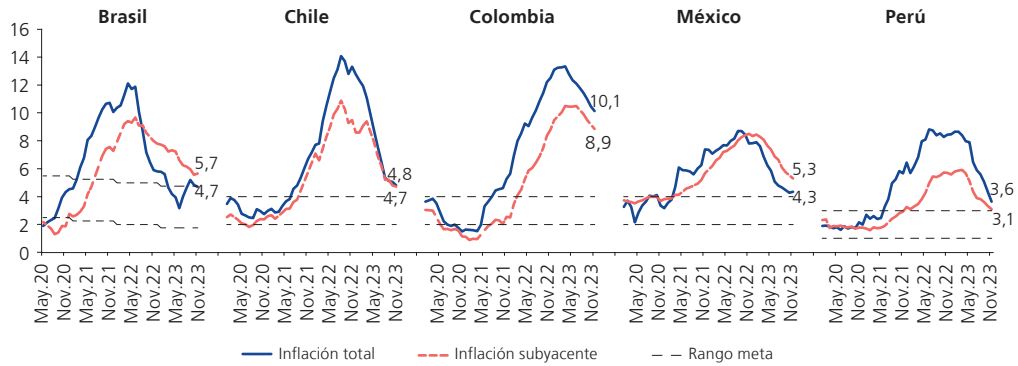
Gráfico 10
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(En porcentaje)



Nota: inflación total en color azul oscuro; inflación subyacente en color azul claro.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

En el caso de los países de la región, la inflación continuó con su tendencia a la baja, aunque a un ritmo algo menor, con excepción de Perú. Para los casos de Brasil y México, la inflación subyacente permanece por encima de la inflación total. La tasa de inflación total y subyacente en Perú fue de las más bajas.

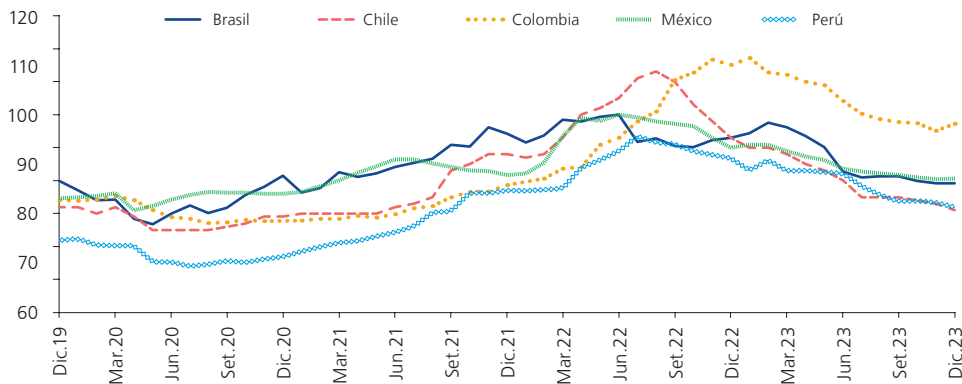
Gráfico 11
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2023
(En porcentaje)



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

Esta tendencia se refleja también en la evolución de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. Tras haber alcanzado un máximo entre el segundo y cuarto trimestre de 2022 las expectativas han ido disminuyendo y, en la mayoría de los casos, se aproximan a las expectativas previas a la pandemia. En los casos de Brasil y Chile, las expectativas a 12 meses han retornado al rango meta y en Perú se ubican cerca de su rango meta.

Gráfico 12
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 12 MESES
(Variación porcentual)



Nota: Para Brasil, corresponde a la expectativa de inflación 12 meses promedio registrada en el mes de referencia. Para México, se obtiene por interpolación en base a expectativas a diciembre de 2023 y 2024.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

Respuestas de política monetaria y fiscal

- En los últimos meses, la mayoría de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantuvieron sus tasas en los niveles máximos alcanzados durante el presente ciclo de ajuste.

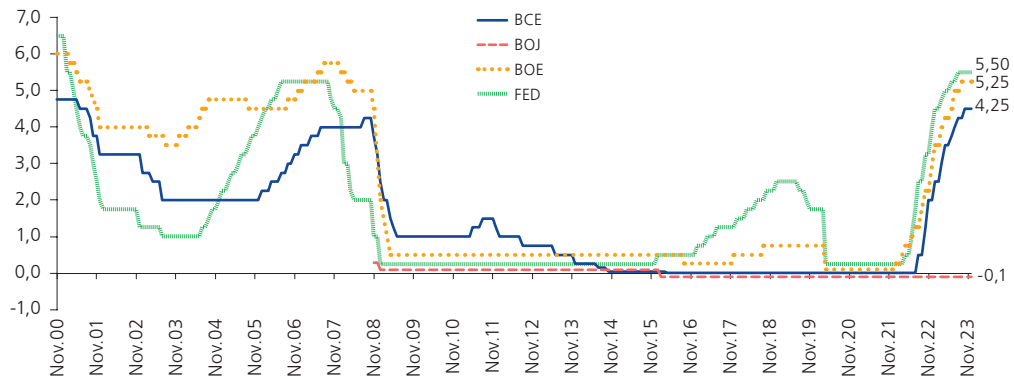
Se espera que los principales bancos centrales –la Fed, el BCE y el BoE– no realicen alzas adicionales en el periodo de proyección. Sin embargo, los bancos centrales ratificaron que





las tasas permanecerían en niveles altos en tanto no exista evidencia suficiente sobre la convergencia de la inflación hacia sus respectivas metas. Las expectativas del mercado son que las reducciones de tasas se inicien en 2024 y prosigan durante 2025.

Gráfico 13
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales de cada país

Cabe señalar que, hacia el cierre del presente Reporte, los riesgos de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed se han reducido tras la disminución de la inflación (medida a través de diversos indicadores) y la evidencia de un menor dinamismo en la actividad económica. En el mismo sentido, las últimas proyecciones de la Fed revisaron al alza las proyecciones de crecimiento del PBI para 2024 y a la baja la inflación y las tasas de interés.

Cuadro 4
PROYECCIONES DE LA RESERVA FEDERAL SOBRE VARIABLES MACROECONÓMICAS DE ESTADOS UNIDOS, 2023-2026*

	2023		2024		2025		2026		Largo Plazo	
	Set.23	Dic.23	Set.23	Dic.23	Set.23	Dic.23	Set.23	Dic.23	Set.23	Dic.23
Crecimiento	2,1	2,6	1,5	1,4	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8
Tasa de desempleo	3,8	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,1
Inflación (PCE)	3,3	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	3,7	3,2	2,6	2,4	2,3	2,2	2,0	2,0	-	-
Tasa de interés (%)	5,6	5,4	5,1	4,6	3,9	3,6	2,9	2,9	2,5	2,5
Rango de tasas de interés (%)	5,4-5,6	5,4	4,4-6,1	3,9-5,4	2,6-5,6	2,4-5,4	2,4-4,9	2,4-4,9	2,4-3,8	2,4-3,8

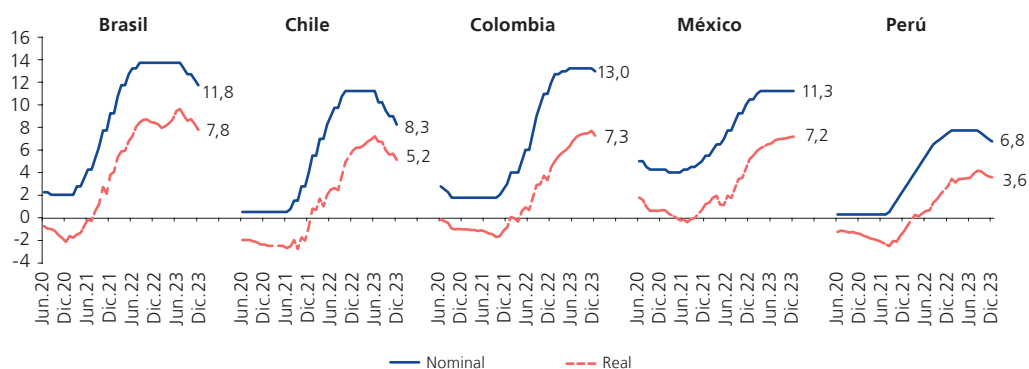
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.

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

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales realizó reducciones en las tasas de interés en línea con las menores presiones sobre la brecha producto y la reducción de las presiones inflacionarias. En particular, para el caso de los países de la región, con excepción de México, los bancos centrales redujeron sus tasas de interés. Para los casos de Chile, Brasil, Perú y Colombia, las reducciones fueron de

125, 100, 75 y 25 pbs, respectivamente. Considerando la reducción de las expectativas inflacionarias, las tasas reales muestran una relativa estabilidad, manteniéndose la tasa de referencia en Perú como la más baja en términos nominales y reales. Con estas reducciones, el diferencial de tasas de interés, con respecto a las de Estados Unidos y otras economías desarrolladas ha disminuido.

Gráfico 14
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN LATINOAMÉRICA 2020-2023
(En porcentaje)



Nota: Tasas reales en base a expectativas de inflación a 12 meses.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

- En materia de **política fiscal**, en Estados Unidos, hubo consenso para presentar un paquete de financiamiento temporal para cubrir las necesidades del presupuesto del año fiscal octubre 2023 – setiembre 2024. Con ello se evitó una suspensión de las operaciones del gobierno (*shutdown*) hasta al menos enero de 2024. La persistente polarización política para llegar a acuerdos fiscales se tradujo en un cambio en las perspectivas en la calificación de la deuda soberana (de estable a negativo) por parte de Moody's. En agosto de este año, Fitch recortó la calificación crediticia de AAA a AA+ por razones similares.
- En la eurozona, como se mencionó en los reportes previos, la consolidación fiscal ha comenzado luego de las medidas de apoyo a las familias y empresas para compensar los efectos de los elevados precios de la energía. Sin embargo, este proceso corre el riesgo de ser interrumpido ante la posibilidad de una contracción económica.

Perspectivas de la economía global

- En línea con datos ejecutados mayores a lo previsto y las señales de resiliencia en varias de las economías desarrolladas, la **proyección de crecimiento mundial** se revisa nuevamente al alza para 2023 (de 2,8 a 3,0 por ciento). Destaca el caso de Estados Unidos cuya tasa de crecimiento (revisada de 1,8 a 2,4 por ciento) contrasta con las bajas tasas de la eurozona y Reino Unido.

Al igual que lo proyectado en el Reporte de setiembre, se espera una desaceleración de la actividad económica global a partir del cuarto trimestre, que continuará a lo largo de 2024. En ese sentido, se proyecta que el crecimiento mundial baje a 2,7 por





ciento en 2024, básicamente por la evolución de las economías desarrolladas. Como se ha señalado anteriormente, sustenta este menor crecimiento el efecto rezagado del ajuste de las políticas monetarias, las menores ganancias en el mercado laboral, la reducción de los excedentes de ahorro privado y el menor dinamismo del mercado inmobiliario en las principales economías.

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP*	2022	2023		2024		2025
			RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Dic.
Economías desarrolladas	41,7	2,7	1,5	1,7	1,1	1,1	1,9
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	15,5	2,1	1,8	2,4	1,0	1,2	2,0
2. Eurozona	12,0	3,5	0,5	0,5	0,9	0,7	2,0
3. Japón	3,8	1,1	1,2	1,6	0,9	0,9	0,8
4. Reino Unido	2,3	4,0	0,3	0,5	0,4	0,4	1,5
5. Canadá	1,4	3,4	1,4	1,4	1,1	0,9	2,3
Economías en desarrollo	58,2	4,0	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9
<i>De las cuales</i>							
1. China	18,6	3,0	4,9	5,0	4,8	4,8	4,5
2. India	7,2	6,8	6,0	6,3	6,0	6,0	6,0
3. Rusia	2,9	-2,2	0,1	2,0	1,3	1,3	1,0
4. América Latina y el Caribe	7,2	3,9	1,6	2,0	1,7	1,7	2,4
Argentina	0,7	5,2	-2,0	-2,5	0,6	-1,0	2,5
Brasil	2,3	2,9	2,0	3,0	1,5	1,5	2,0
Chile	0,4	2,4	-0,5	-0,5	2,0	2,0	2,0
Colombia	0,6	7,5	1,0	1,3	1,7	2,0	3,0
México	1,8	3,1	2,5	3,2	1,4	1,8	2,0
Perú	0,3	2,7	0,9	-0,5	3,0	3,0	3,0
Economía Mundial	100,0	3,4	2,8	3,0	2,7	2,7	3,0

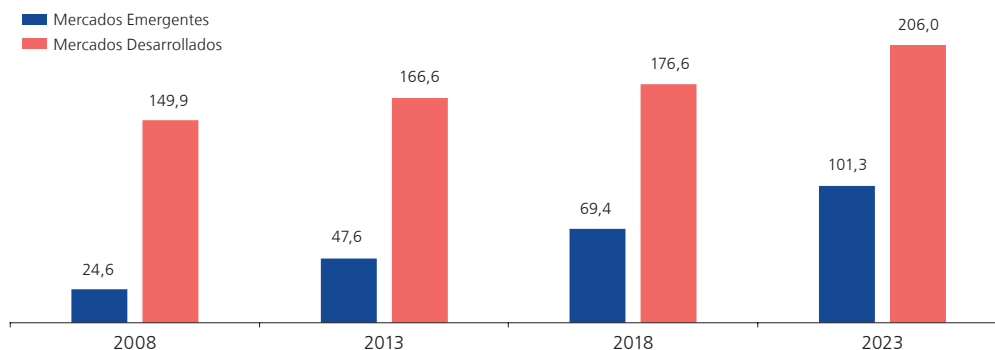
* Base 2022
Fuente: FMI, Consensus Forecast y BCRP para Perú

Como se mencionó, la probabilidad de una recesión en Estados Unidos se ha reducido significativamente y los temores de una desaceleración brusca en China han disminuido en línea con los datos ejecutados en el segundo semestre. Sin embargo, varios factores de riesgo mencionados en el Reporte de setiembre podrían afectar el crecimiento a la baja.

- En primer lugar, existe la posibilidad de que los bancos centrales de las economías desarrolladas mantengan posturas restrictivas más allá de lo previsto, en particular por una convergencia de la inflación hacia el objetivo más lenta. Ello llevaría a un ajuste adicional en las condiciones financieras por un periodo más prolongado que el previsto.
- Este ajuste en las condiciones financieras se daría en un contexto de elevado endeudamiento tanto del sector público como del sector privado (tanto de las familias como de las empresas). Asimismo, los datos recientes del IIF muestran

que, entre enero y octubre, el número de empresas declaradas en quiebra presentan un aumento en la mayoría de los países desarrollados (en Estados Unidos, el incremento alcanza aproximadamente 20 por ciento).

Gráfico 15
NIVEL DE DEUDA TOTAL
(Billones de USD, 3er trimestre de cada año)



Fuente: IIF.

- Asimismo, existen potenciales choques de oferta que podrían generar nuevas presiones inflacionarias en el contexto de desaceleración económica. Un riesgo a la baja es que se presente un Fenómeno El Niño global más severo y extendido que el proyectado. Ello generaría nuevos impactos sobre los precios de alimentos.

Otros potenciales choques de oferta podrían darse en el mercado de energía, en particular por un agravamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Asimismo, las cadenas de suministros globales podrían afectarse por un aumento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China o por factores climáticos que impacten, en especial, al transporte marítimo (por ejemplo, el bajo nivel de agua en el canal de Panamá). Recientemente, ha surgido el riesgo de la suspensión de las operaciones de navegación a través del Mar Rojo.

- Otros riesgos están asociados al deterioro de los balances de la banca en Estados Unidos, al entrapamiento de negociaciones por el techo de la deuda pública en Estados Unidos; y a los problemas del mercado de vivienda en China.

Mercados financieros internacionales

12. La evolución reciente de los mercados financieros estuvo fuertemente influida por las expectativas en torno a la política monetaria de la Fed. Se estima que el ciclo de alza de tasas ha culminado dada la reducción de la inflación, y la desaceleración moderada de la economía y del mercado laboral. Este factor influyó en la depreciación del dólar, la recuperación de las bolsas y la caída de los rendimientos de los bonos soberanos de Estados Unidos; en este último caso, las dificultades para la aprobación



del presupuesto y la revisión de las perspectivas por parte de Moody's limitaron la tendencia a la baja.

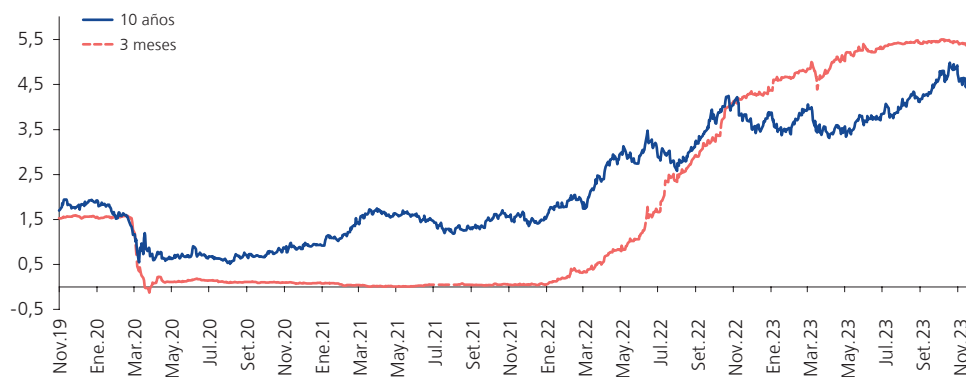
En el mismo sentido, las expectativas en torno a alzas de tasas en la eurozona y en el Reino Unido disminuyeron significativamente ante la evolución negativa de la actividad y la caída acelerada de la inflación; lo que presionó a la baja igualmente a los rendimientos de sus bonos soberanos.

Otro factor relevante fue el desempeño económico de China por encima de lo esperado y el anuncio de estímulos, en particular para fortalecer al sector inmobiliario. Ello redujo los temores de una desaceleración brusca de su economía, señalado en el Reporte de setiembre.

Por su lado, el conflicto en la Franja de Gaza limitó la demanda por activos de mayor riesgo a inicios de octubre. Sin embargo, estas tensiones se han aminorado al cierre del presente Reporte. La situación del Medio Oriente permanece como un factor de incertidumbre y se suma a otros eventos geopolíticos reseñados en los anteriores reportes (como la guerra en Ucrania y las tensiones entre China y Estados Unidos).

13. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos de bonos soberanos de Estados Unidos bajaron tras expectativas de que la Fed haya culminado su ciclo de alzas de tasas de interés y por las menores preocupaciones por la situación fiscal del gobierno. El rendimiento a 10 años se redujo en 25 pbs. a 4,33 por ciento en el periodo analizado, aunque mostrando alta volatilidad al registrar rendimientos de hasta 5 por ciento durante el periodo. Los rendimientos de los bonos entre 1 y 5 años mostraron mayores caídas (entre 34 y 36 pbs.).

Gráfico 16
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

En Europa, los rendimientos igualmente descendieron en línea con las expectativas en torno a la política de los principales bancos centrales. En la región, los rendimientos igualmente disminuyeron acorde con las expectativas sobre la política de la Fed y las perspectivas de mayor crecimiento de China.

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
 (En porcentajes)

	Dic.22 (a)	Set.23 (b)	Nov.23 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	3,88	4,57	4,33	-25	45
Alemania	2,57	2,84	2,45	-39	-13
Francia	3,11	3,40	3,02	-38	-9
Italia	4,70	4,78	4,23	-55	-48
España	3,65	3,93	3,47	-46	-18
Grecia	4,57	4,34	3,67	-66	-90
Gran Bretaña	3,66	4,44	4,17	-26	51
Japón	0,41	0,76	0,67	-9	26

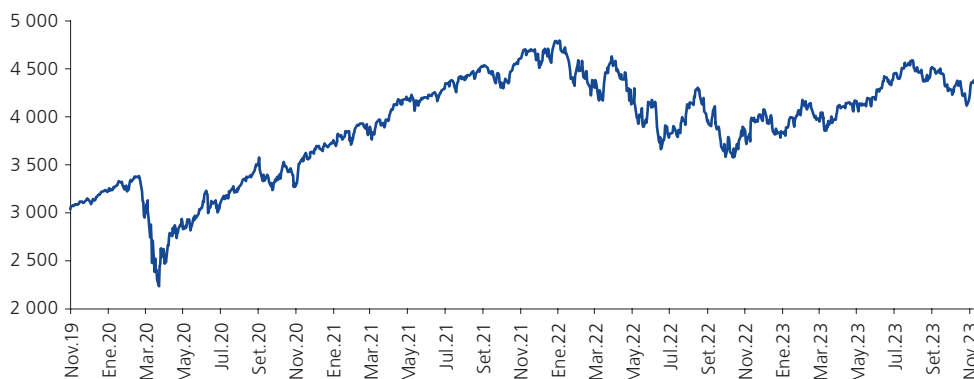
Brasil	12,69	11,65	10,90	-75	-179
Colombia	13,01	11,78	10,80	-99	-221
Chile	5,26	6,30	5,71	-58	45
México	9,02	9,87	9,39	-48	37
Perú	7,97	7,46	7,21	-25	-76
Sudáfrica	10,79	12,37	11,57	-80	78
India	7,33	7,22	7,28	7	-5
Turquía	9,60	25,52	24,29	-123	1469

Rusia	9,28	11,28	10,92	-36	164
China	2,84	2,68	2,69	0	-15
Corea del Sur	3,74	4,01	3,70	-32	-4
Indonesia	6,92	6,89	6,61	-29	-31
Tailandia	2,64	3,14	2,95	-19	31
Malasia	4,04	3,97	3,82	-15	-22
Filipinas	6,67	6,35	6,10	-25	-57

* Elaborado al 30 de noviembre de 2023.
 Fuente: Reuters.

14. En los **mercados de renta variable**, las bolsas de Estados Unidos se recuperaron y avanzaron fuertemente en línea con las expectativas sobre la política monetaria de la Fed mencionadas previamente. Además, se sumó la publicación de utilidades corporativas por encima que las estimadas en el tercer trimestre, aunque varias firmas recortaron sus proyecciones de ingresos para los próximos trimestres. A nivel de sectores, las acciones tecnológicas, inmobiliarias y financieras (las más sensibles a variaciones en las tasas de interés) lideraron el repunte en el mercado, contrarrestando el retroceso de las acciones energéticas (afectadas por el menor precio del petróleo).

Gráfico 17
BOLSA DE EUA (S&P 500)
 (En índice)



Fuente: Reuters.





En paralelo, las bolsas europeas también subieron impulsadas por los menores temores de posturas muy agresivas de parte del BCE y el BoE, y por los estímulos de China. Asimismo, las tensiones geopolíticas se moderaron a fin del periodo.

De igual forma, las bolsas de América Latina estuvieron al alza, beneficiadas por el alto apetito por riesgo e inicio de los ciclos de reducciones de las tasas de interés en varias economías. Destaca el alza de la bolsa de Argentina, cuyo mayor incremento se dio alrededor de los resultados electorales.

Cuadro 7
BOLSAS MUNDIALES*
(En índices)

		Dic.22 (a)	Set.23 (b)	Nov.23 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	21,67	17,52	12,92	-4,6	-8,8
Estados Unidos	Dow Jones	33 147	33 508	35 951	7,3	8,5
Estados Unidos	S&P 500	3 840	4 288	4 568	6,5	19,0
Estados Unidos	Nasdaq	10 466	13 219	14 226	7,6	35,9
Alemania	DAX	13 924	15 387	16 215	5,4	16,5
Francia	CAC 40	6 474	7 135	7 311	2,5	12,9
Italia	FTSE MIB	23 707	28 243	29 737	5,3	25,4
España	IBEX 35	8 229	9 428	10 058	6,7	22,2
Grecia	ASE	930	1 209	1 275	5,4	37,1
Reino Unido	FTSE 100	7 452	7 608	7 454	-2,0	0,0
Japón	Nikkei 225	26 095	31 858	33 487	5,1	28,3
Brasil	Ibovespa	109 735	116 565	127 331	9,2	16,0
Colombia	COLCAP	1 286	1 122	1 147	2,2	-10,8
Chile	IPSA	5 262	5 833	5 819	-0,3	10,6
México	IPC	48 464	50 875	54 060	6,3	11,5
Argentina	Merval	202 085	562 569	813 394	44,6	302,5
Perú	Ind. Gral.	21 330	22 528	21 934	-2,6	2,8
Sudáfrica	JSE	73 049	72 383	75 534	4,4	3,4
India	Nifty 50	18 105	19 638	20 133	2,5	11,2
Turquía	XU100	5 509	8 335	7 949	-4,6	44,3
Rusia	RTS	971	1 008	1 115	10,7	14,9
China	Shangai C.	3 089	3 110	3 030	-2,6	-1,9
Corea Del Sur	KOSPI	2 236	2 465	2 535	2,8	13,4
Indonesia	JCI	6 851	6 940	7 081	2,0	3,4
Tailandia	SET	1 669	1 471	1 380	-6,2	-17,3
Malasia	KLCI	1 495	1 424	1 453	2,0	-2,9
Filipinas	Psei	6 566	6 321	6 224	-1,5	-5,2

* Elaborado al 30 de noviembre de 2023.

** Los datos y las variaciones están expresados en puntos.
Fuente: Reuters.

15. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se depreció de forma generalizada desde la tercera semana de octubre. Las expectativas en torno a la Fed se reforzaron con los datos de inflación y con las señales de moderación en el mercado laboral. Asimismo, los otros factores indicados con anterioridad también contribuyeron en la caída de la demanda de activos percibidos como seguros.

Gráfico 18
ÍNDICE DÓLAR DXY

Fuente: Reuters.

En línea con esta tendencia global, diversas monedas emergentes se apreciaron frente al dólar. En América Latina, en la mayoría de los países, las tasas de apreciación fueron menores a las de otras economías emergentes. Ello, en parte, se justificó por el inicio del ciclo de recortes de tasas en diversos países de la región y menores precios de algunas materias primas.

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO*

(En unidades monetarias por dólar, excepto para euro y libra)

		Dic.22 (a)	Set.23 (b)	Nov.23 (c)	Var. % **	
					(c) / (b)	(c) / (a)
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	103,52	106,22	103,50	-2,6	0,0
Euro	Euro	1,070	1,057	1,089	3,0	1,7
Reino Unido	Libra	1,210	1,220	1,262	3,5	4,3
Japón	Yen	131,11	149,35	148,19	-0,8	13,0
Brasil	Real	5,286	5,032	4,921	-2,2	-6,9
Colombia	Peso	4 847	4 075	4 008	-1,7	-17,3
Chile	Peso	848	891	870	-2,3	2,6
México	Peso	19,47	17,40	17,38	-0,1	-10,8
Argentina	Peso	176,74	350,00	360,45	3,0	103,9
Perú	Sol	3,807	3,785	3,739	-1,2	-1,8
Sudáfrica	Rand	17,00	18,92	18,85	-0,3	10,9
India	Rupia	82,72	83,03	83,36	0,4	0,8
Turquía	Lira	18,69	27,37	28,86	5,4	54,4
Rusia	Rublo	72,50	97,00	89,97	-7,2	24,1
China	Yuan (onshore)	6,897	7,301	7,136	-2,3	3,5
Corea Del Sur	Won	1 261	1 352	1 299	-3,9	3,0
Indonesia	Rupia	15 565	15 450	15 505	0,4	-0,4
Tailandia	Bath	34,61	36,51	35,31	-3,3	2,0
Malasia	Ringgit	4,400	4,694	4,657	-0,8	5,8
Filipinas	Peso	55,67	56,69	55,46	-2,2	-0,4

* Elaborado al 30 de noviembre de 2023.

** Un aumento (caída) 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.

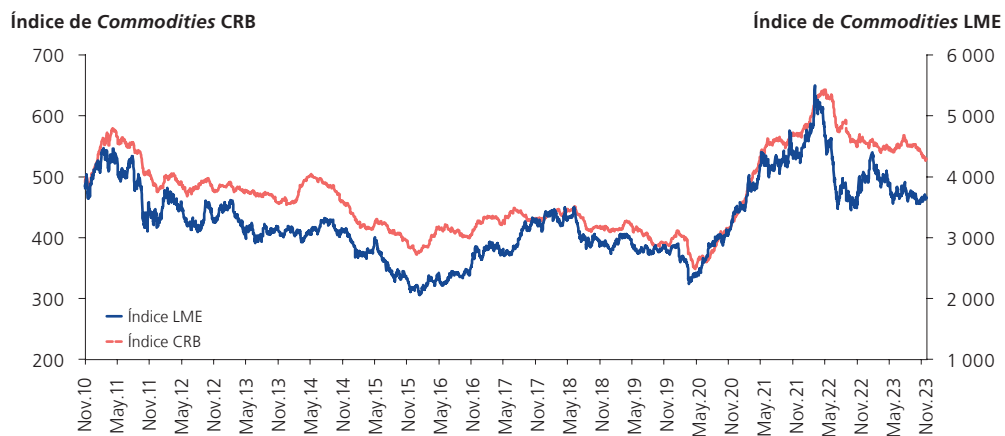


Precios de los *commodities*

16. Los **metales industriales** continuaron enfrentando presiones a la baja debido a la evolución negativa del sector manufacturero a nivel global, a la contracción de la inversión inmobiliaria en China, a los excedentes de oferta y al incremento de los inventarios. La caída de la demanda fue parcialmente compensada por la demanda de las denominadas industrias verdes (en particular la producción de paneles solares en China) y, recientemente, por las medidas de apoyo por parte del gobierno chino al sector inmobiliario.

Por su parte, la cotización del **petróleo** disminuyó por las perspectivas de un mercado global más equilibrado. La mayor producción de Estados Unidos y Brasil contrarrestó los recortes de oferta de la OPEP+ (principalmente recortes voluntarios y unilaterales de Arabia Saudita y Rusia). El inicio del conflicto en el Medio Oriente introdujo presiones temporales al alza en la cotización.

Gráfico 19
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB



Fuente: Reuters.

Cobre

17. La cotización promedio del cobre se redujo de USD/lb. 3,75 en setiembre a USD/lb.3,71 en noviembre de 2023. Con ello, la cotización del cobre disminuyó 2 por ciento respecto a los niveles registrados en diciembre de 2022.

Esta evolución a la baja en los últimos meses responde a la desaceleración de la demanda global (en particular de las economías desarrolladas) y a las perspectivas de una menor demanda china, asociadas a la crisis en el sector inmobiliario. Este segundo factor fue parcialmente revertido por el anuncio de medidas para apoyar a dicho sector y por la demanda de algunas industrias específicas (en particular de las denominadas industrias verdes como paneles solares).

Por el lado de la oferta, continúan poniéndose en marcha, con interrupciones mínimas, los proyectos de expansión de minas y fundiciones contemplados en lo que resta de este año y en 2024.

En este contexto, el mercado mundial de cobre refinado eliminó el déficit global de 440 mil toneladas de 2022 y pasó prácticamente a un equilibrio, según estimados del Grupo de Estudio Internacional del Cobre. Estas proyecciones no incorporan las recientes restricciones de la oferta ante la suspensión de la producción de la mina Cobre Panamá de First Quantum (que explica aproximadamente el 1 por ciento de la producción mundial de mina).

Cuadro 9
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO ^{1/}
(Miles de toneladas métricas de cobre)

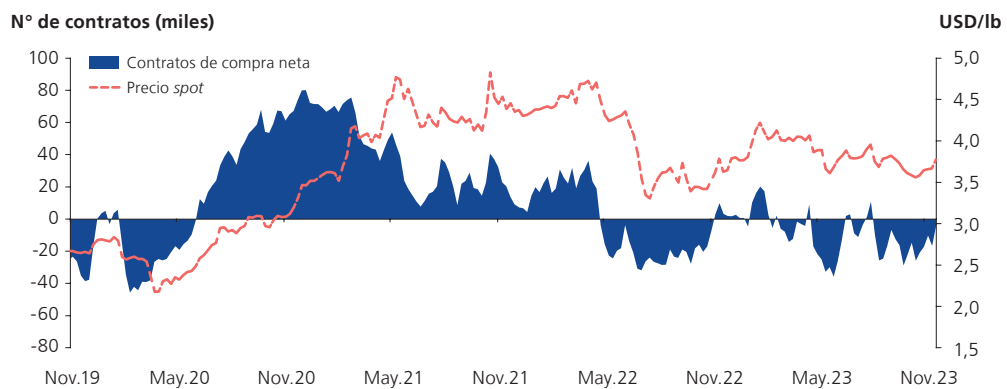
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Producción Minera Global	20 669	20 768	21 296	21 947	22 360	23 195
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 159	24 669	24 958	25 395	26 329	27 534
Utilización Global de Refinados	24 321	24 953	25 216	25 835	26 357	27 066
Balance de Refinados ^{2/}	-162	-284	-258	-440	-27	467

^{1/} Reporte mensual del ICSG de noviembre de 2023 y reporte de proyecciones de octubre de 2023.

^{2/} El balance de refinados es calculado como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y la utilización de estos (demanda).
Fuente: ICSG.

Estos acontecimientos se han reflejado también en una caída de la demanda no comercial. Los fondos de inversión especulativos afectaron negativamente el valor del cobre durante este periodo. El número de contratos de compra neta no comerciales de cobre continuó en terreno negativo, lo que reflejó el sentimiento adverso de los inversionistas no comerciales sobre las perspectivas de una recuperación de la demanda de cobre de China en estos dos meses.

Gráfico 20
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES



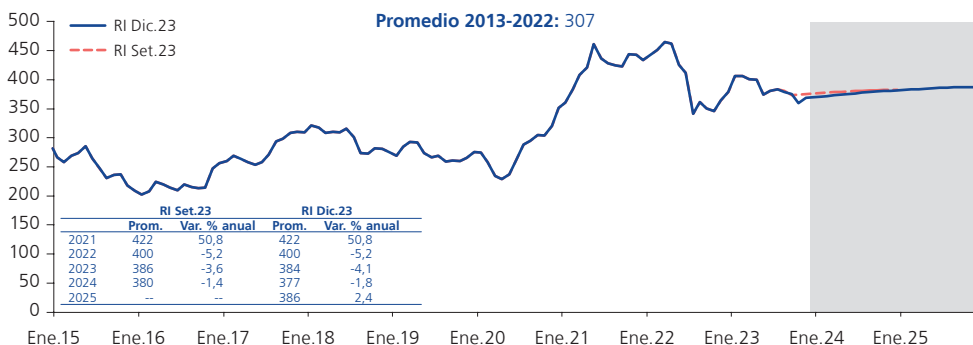
Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission)* constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes 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).
Fuente: Comex.

En este sentido, y en línea con los datos ejecutados, la proyección del precio del cobre se ha revisado ligeramente a la baja respecto a la estimación del Reporte de Inflación de setiembre. Este escenario es consistente con las perspectivas favorables de la oferta donde



se asume que las interrupciones de producción de mina relacionadas con factores climáticos (en particular de El Niño) no serán significativas y que las restricciones medioambientales del gobierno chino no afectarán la producción de refinación.

Gráfico 21
COBRE: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

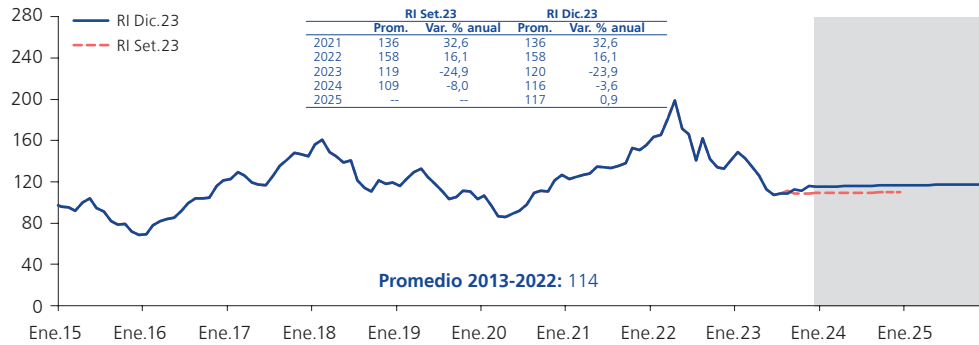
Zinc

- La cotización internacional promedio del zinc se incrementó a USD/lb. 1,15 en noviembre de 2023, nivel 2 por ciento mayor al registrado en setiembre de 2023. No obstante, el precio de este metal acumuló una caída de 18 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La evolución al alza en los dos últimos meses se explica por la mayor demanda en China. Las medidas de estímulo orientadas a inversiones en infraestructura y el apoyo del gobierno a los promotores inmobiliarios ha impulsado la demanda de acero galvanizado. Además, las medidas orientadas a apoyar proyectos de energía verde y renovable seguirán impulsando el consumo mundial de zinc. Sin embargo, la subida del precio ha estado limitada por la debilidad de la demanda global asociada al menor crecimiento global para 2024 señalado anteriormente. Además, la oferta mundial también ha mejorado debido a que los mayores márgenes de utilidad de las refinерías están incentivando las altas tasas de utilización y a que la restricción de las fundiciones europeas también se está flexibilizando. Ello se refleja en un mercado global con excedentes de oferta. El Grupo Internacional de Estudio del Zinc y el Plomo (ILZSG) reportó un superávit global de oferta de 476 mil toneladas en los primeros 9 meses de 2023, recuperándose de un mercado deficitario en 2022.

En línea con estos desarrollos, se prevé que el precio del zinc se mantenga alrededor de los niveles actuales, lo que supone una revisión al alza respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre. Con ello, la cotización se ubicaría alrededor de los niveles observados en el periodo 2013-2022. Los principales factores de incertidumbre se vinculan a la demanda del sector inmobiliario (en China y Estados Unidos, fundamentalmente) y a los potenciales cambios en la oferta. Respecto a esto último, es importante señalar que la industria de refinación del zinc es particularmente sensible a las regulaciones medioambientales.

Gráfico 22
ZINC: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

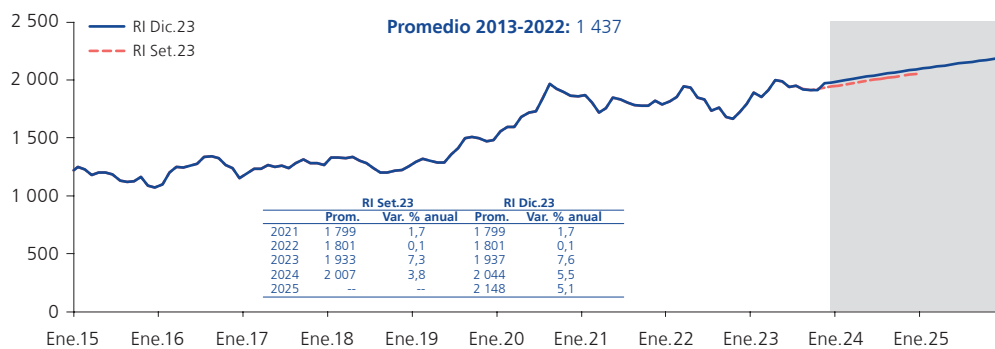
Oro

19. La cotización promedio del oro fue USD/oz.tr. 1 986 en noviembre de 2023, un nivel 3 por ciento mayor al de setiembre de 2023. Con ello, la cotización del metal acumuló un incremento de 11 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio del oro aumentó por la mayor demanda de activos seguros en respuesta al conflicto entre Israel y Hamas. También favoreció al oro la expectativa sobre la finalización del ciclo de alza de tasas por parte de los principales bancos centrales, en particular la Fed y el BCE. Asimismo, algunos bancos centrales continuaron con sus compras netas de oro como estrategia para diversificar sus tenencias de divisas, particularmente en China, Rusia y Turquía.

En línea con los datos ejecutados, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de setiembre. Esta revisión recoge el incremento de los riesgos geopolíticos, las expectativas respecto a la estabilidad en las tasas de interés de la Fed y las menores probabilidades de un fortalecimiento del dólar (luego de la sostenida apreciación registrada entre 2021 y 2022).

Gráfico 23
ORO: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.



Gas

20. La cotización promedio del **gas natural Henry Hub** aumentó 3 por ciento respecto a setiembre de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 51 por ciento respecto a diciembre de 2022. Por su parte, la cotización correspondiente al mercado de Europa (UK BNP) se redujo en 9 por ciento en noviembre de 2023 respecto al nivel de setiembre de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 61 por ciento respecto a diciembre de 2022. Los precios en el mercado de Europa se mantienen por encima de la cotización del gas natural Henry Hub.

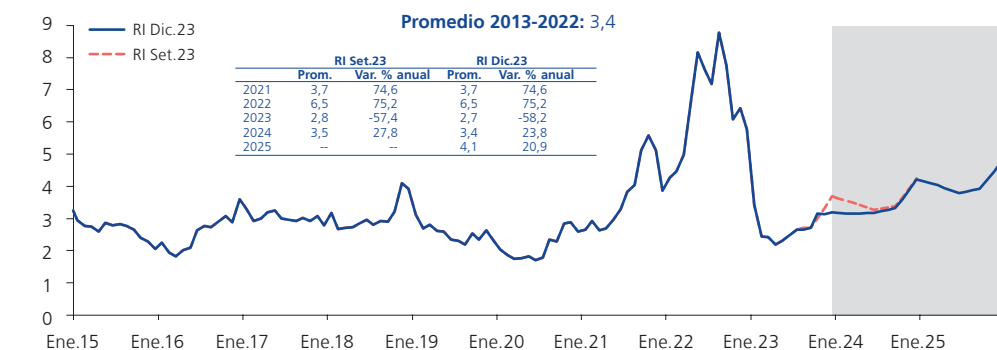
El incremento de la cotización del gas natural Henry Hub se explica por la mayor demanda por exportaciones de gas natural licuado (GNL), principalmente a Europa, que redujo la oferta disponible de gas natural en el mercado de Estados Unidos. Asimismo, la demanda por calefacción ha aumentado más de lo previsto por el clima más frío que lo esperado.

A pesar del alza reciente, la cotización del gas Henry Hub se mantiene muy por debajo de la de diciembre de 2022, debido a los altos niveles de producción de gas natural en Estados Unidos. Ello se reflejó en la rápida acumulación de inventarios que se ubican por encima del promedio de los últimos cinco años.

La cotización en Europa disminuyó en los últimos dos meses debido a un menor consumo de las familias y la caída de la demanda industrial. Esto se dio en un contexto de un mercado bien abastecido por las importaciones de GNL de Estados Unidos y por la normalización de la oferta proveniente de Australia (superada la huelga de la empresa Chevron). Asimismo, Noruega regularizó su producción luego de culminados los mantenimientos en sus instalaciones de gas natural. Como resultado los inventarios han alcanzado niveles máximos históricos para esta época del año y se encuentran cercanos al 99 por ciento de capacidad de almacenamiento.

Para el horizonte de proyección el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado a la baja ante la producción de Estados Unidos mayor a la esperada y los elevados inventarios. Sin embargo, los precios del gas natural se mantendrán en niveles más altos que al inicio de la crisis energética, en especial en Europa, donde las fuentes sustitutas al gas ruso presentan costos mayores.

Gráfico 24
GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

Petróleo

21. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **petróleo** WTI se redujo en 13 por ciento (pasó de USD/br. 89 en setiembre a USD/br. 78 en noviembre). Con ello, la cotización del petróleo revirtió la tendencia al alza de meses previos y redujo a 1 por ciento el incremento acumulado en lo que va del año.

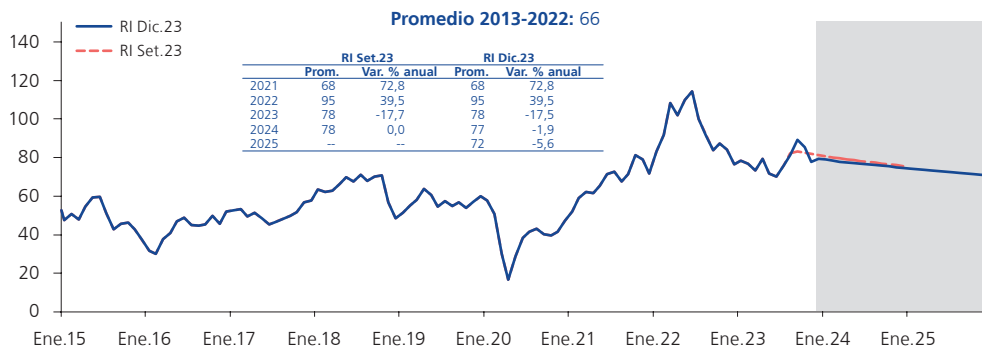
La disminución reciente en la cotización del petróleo reflejó un mercado global menos ajustado a lo estimado previamente. La Agencia Internacional de Energía (AIE) proyecta para el cuarto trimestre una reducción del déficit global debido al incremento de la oferta de los países que no son miembros de la OPEP, como Estados Unidos, Brasil y China. Asimismo, la oferta de los países de la OPEP con menor participación aumentó más de lo esperado. Esta mayor oferta contrarrestó los recortes de producción de los principales países de la OPEP, como Arabia Saudita y de Rusia, recortes que se prevén se extenderán hasta el primer trimestre del próximo año¹.

Por el lado de la demanda, se mantiene la expectativa de una demanda débil por el impacto que tendrá la desaceleración económica sobre el consumo de energía, en particular a partir de 2024.

Esta tendencia a la baja en el precio del petróleo fue parcial y temporalmente contrarrestada por el inicio del conflicto en la Franja de Gaza y por los temores de que dicho conflicto pudiera comprometer a países productores como Irán. Asimismo, también presionó al alza el anuncio de Estados Unidos de compras de crudo para iniciar la reposición de sus reservas estratégicas (que han disminuido a mínimos en 40 años).

Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se ha revisado a la baja respecto al Reporte de Inflación de setiembre, por las expectativas de un mercado mundial más equilibrado.

Gráfico 25
PETRÓLEO WTI: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/bl)



Fuente: Reuters y BCRP.

1 Arabia Saudita anunció un recorte de producción unilateral de un millón de barriles; mientras que Rusia anunció un recorte de producción de 300 mil barriles diarios para ser ampliados a 500 mil barriles diarios en el primer trimestre de 2024.

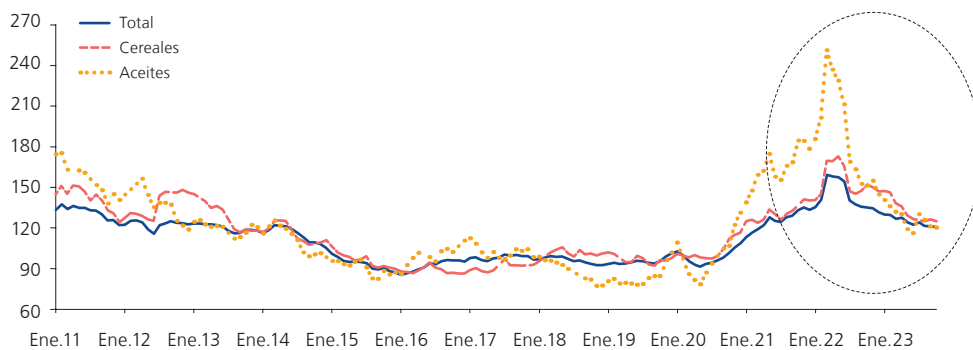


Alimentos

22. Los precios de la mayoría de los alimentos han continuado con la tendencia a la baja debido principalmente al incremento de la oferta en los principales países productores.

De acuerdo con el índice de la FAO –que comprende cereales, azúcar, aceite, carnes y productos lácteos– los precios de los alimentos cayeron 8,5 por ciento en los primeros diez meses del año, aunque permanecen por encima de sus promedios históricos. Junto con la corrección del precio de los cereales, destaca la caída en el precio de los aceites vegetales.

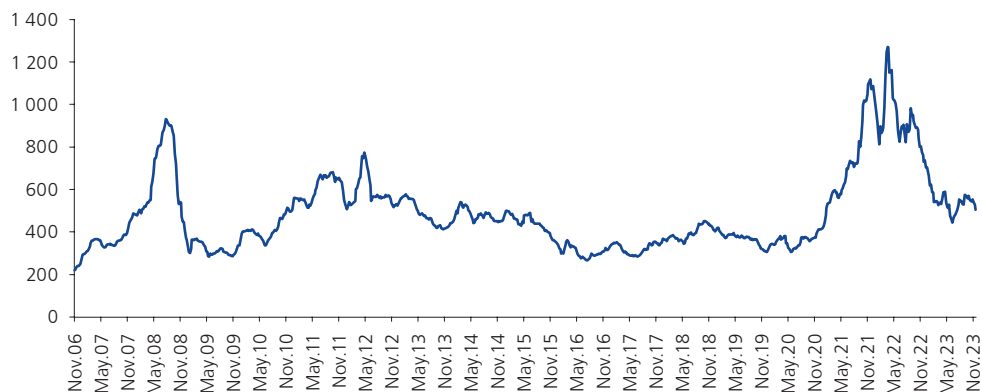
Gráfico 26
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO*
(Base 2014 - 2016 = 100)



* El índice de precios reales es el índice de precios nominales deflactado por el índice del valor unitario de las manufacturas del Banco Mundial.
Fuente: FAO.

Las perspectivas favorables para el caso del maíz se vinculan a mayores rendimientos en Estados Unidos y en el caso del trigo, al aumento en los volúmenes provenientes de Rusia y Ucrania. También influyeron favorablemente la reducción de los precios de la mayoría de los alimentos por la normalización de la cadena de suministro global y los menores costos en los fertilizantes, aunque estos últimos aún se mantienen en niveles no vistos desde 2014.

Gráfico 27
ÍNDICE DE PRECIO DE FERTILIZANTES DE GREEN MARKETS NORTH AMERICA
(Índice, 07-ene-2002=100)



Fuente: Reuters.

En este contexto de mayor oferta, la mayoría de los precios de los alimentos son revisados a la baja, aunque existe bastante incertidumbre sobre las condiciones del mercado en el horizonte de proyección.

El mayor factor de incertidumbre, y de riesgo, es la magnitud del impacto del Fenómeno El Niño global sobre los principales alimentos. Además de los granos y del aceite, reseñados en este Reporte, el impacto se daría en otros productos de importación como azúcar y arroz.

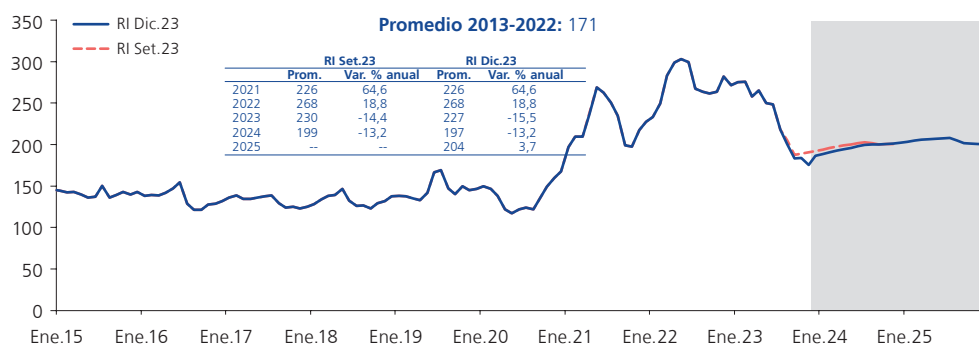
- (a) El precio del **maíz** se redujo en 5 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de USD/TM 174 en noviembre de 2023. Con ello, la cotización del maíz acumuló una caída de 31 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización del maíz disminuyó debido a un mercado global bien abastecido con el ingreso de las cosechas récord de Brasil y Estados Unidos, países que explican más de la mitad de las exportaciones mundiales del grano. A ello se suma el nuevo corredor humanitario para embarcar los granos de Ucrania a través de nuevas rutas por el Mar Negro, que evitó la paralización de las exportaciones del cuarto exportador mundial de maíz.

A pesar de la disminución, los precios se mantienen en niveles históricamente altos, respaldados por la reducción de los envíos desde Ucrania y Argentina y por algunas dificultades logísticas en mercados específicos (bajos niveles de los ríos en el Medio Oeste de Estados Unidos y congestión de puertos en Brasil que mantuvo los costos logísticos elevados).

En este contexto, las proyecciones se revisan a la baja por las perspectivas de una mejor producción en Estados Unidos para la campaña 2023/2024 y un ingreso estacional de la cosecha de Sudamérica mayor al esperado. La recuperación de la producción elevaría los inventarios de los cuatro principales países exportadores (Estados Unidos, Brasil, Ucrania y Argentina) hasta alcanzar el mayor nivel en cinco años.

Gráfico 28
MAÍZ: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.



Esta proyección tiene como riesgo principal el impacto del Fenómeno El Niño global. Si bien la ocurrencia de dicho evento está parcialmente incorporada en los precios actuales, existe la probabilidad de un impacto mayor al esperado (en particular sobre la oferta de Sudamérica).

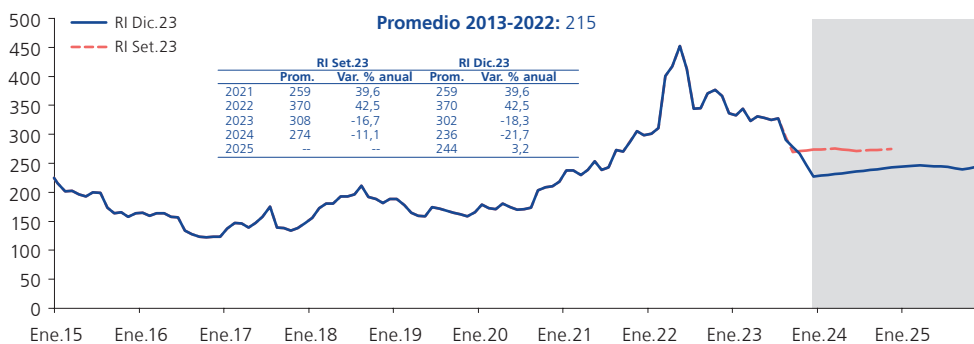
- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** se redujo en 12 por ciento; con ello, alcanza un nivel de USD/TM 244 en noviembre de 2023 y acumula una caída de 28 por ciento en lo va del año.

La cotización del trigo se vio presionada a la baja por la producción de Rusia que, a su vez, disminuyó la demanda por exportaciones del grano de Estados Unidos. Las exportaciones rusas fueron beneficiadas por una cosecha récord en Rusia y por la debilidad del rublo. La cotización del trigo también se redujo por lluvias en Australia y Argentina, que aliviaron parcialmente los temores de sequía para la campaña 2023-2024. Asimismo, la normalización del mercado mundial de trigo después de las disrupciones en la cadena de suministros asociadas a la guerra en Ucrania y la reducción del precio de los fertilizantes están contribuyendo con la caída del precio.

Para el horizonte de proyección, el precio del trigo se revisa a la baja respecto a las cotizaciones estimadas en el Reporte de Inflación de setiembre. Sustentan esta revisión un mercado mejor abastecido por un ingreso –mayor al esperado– de las exportaciones de Rusia y la mejora en las perspectivas de producción de trigo de Estados Unidos y de la Unión Europea.

Los riesgos están sesgados al alza. Al igual que el maíz, es vulnerable a posibles interrupciones de los flujos de comercio de la región del Mar Negro y al impacto del Fenómeno El Niño global. La ocurrencia de estos eventos se daría en un contexto de inventarios ajustados (los inventarios de los principales países exportadores continúan en niveles mínimos en once años).

Gráfico 29
TRIGO: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
 (USD/TM)



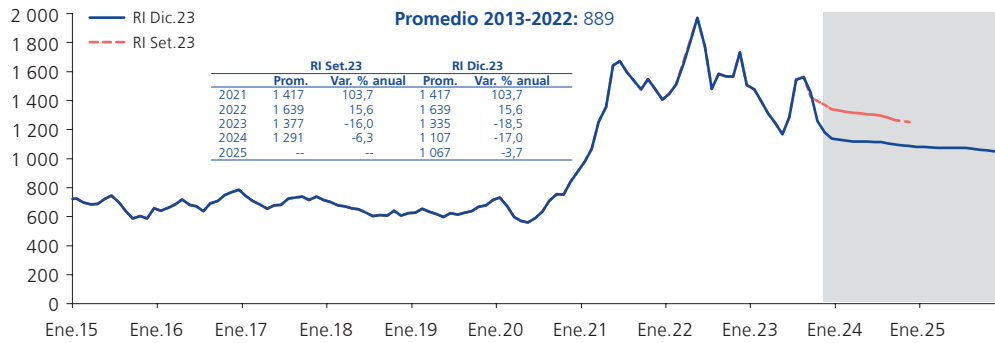
Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió USD/TM 1 183 en noviembre de 2023, menor en 19 por ciento respecto a la cotización de USD/TM 1 456 de setiembre de 2023. Con ello, la cotización del aceite de soya acumuló una caída de 22 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización promedio del aceite de soya disminuyó por una caída de la demanda, en particular de China donde se registró una mayor demanda de aceites vegetales sustitutos. Ello se dio en un contexto de un mercado bien abastecido por el ingreso estacional de la cosecha de soya de Estados Unidos y Brasil. A pesar de la caída, el precio se mantiene en niveles elevados, sostenido en parte por la expansión de capacidad de producción de biodiésel en Estados Unidos.

Considerando estos acontecimientos recientes, se proyecta que los precios coticen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. La principal incertidumbre en esta proyección radica en la evolución del precio del petróleo. Otros factores de riesgo incluyen el impacto del Fenómeno El Niño global en la producción de soya en Brasil.

Gráfico 30
ACEITE DE SOYA: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.





II. Balanza de pagos

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

23. Los **términos de intercambio** crecieron 2,8 por ciento interanual en el periodo enero-setiembre de 2023, debido a la mayor caída de los precios de importación –principalmente de alimentos como el aceite de soya, petróleo y derivados e insumos industriales como plásticos y hierro y acero– respecto a la reducción de los precios de exportación –básicamente de zinc, cobre, café, gas natural y petróleo–.

El precio de la mayoría de los alimentos disminuyó como resultado del incremento de la oferta en los principales países productores y, en el caso del aceite de soya, también de las presiones a la baja sobre la demanda. Por su parte, la disminución en el precio del petróleo es reflejo de las perspectivas de un mercado global más equilibrado, en respuesta a un incremento de la oferta en países miembros y no miembros de la OPEP y una demanda débil debido a la crisis económica.

Cuadro 10
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2022-2025

	2022	2023*			2024*		2025
		Ene.-Set.	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
Términos de intercambio							
Var % anual (promedio)	-10,5	2,8	3,0	4,1	1,3	-1,8	1,3
Precios de Exportaciones							
Var % anual (promedio)	1,8	-4,4	-3,6	-2,7	2,2	-1,0	1,8
Cobre (ctv USD por libra)	400	389	386	384	380	377	386
Zinc (ctv USD por libra)	158	122	119	120	109	116	117
Plomo (ctv USD por libra)	98	97	96	98	96	100	100
Oro (USD por onza)	1 801	1 931	1 933	1 937	2 007	2 044	2 148
Precios de Importaciones							
Var % anual (promedio)	13,7	-7,1	-6,5	-6,6	0,9	0,7	0,5
Petróleo (USD por barril)	95	77	78	78	78	77	72
Trigo (USD por TM)	370	320	308	302	274	236	244
Maíz (USD por TM)	273	242	230	227	199	197	204
Aceite de Soya (USD por TM)	1 639	1 383	1 377	1 335	1 291	1 107	1 067

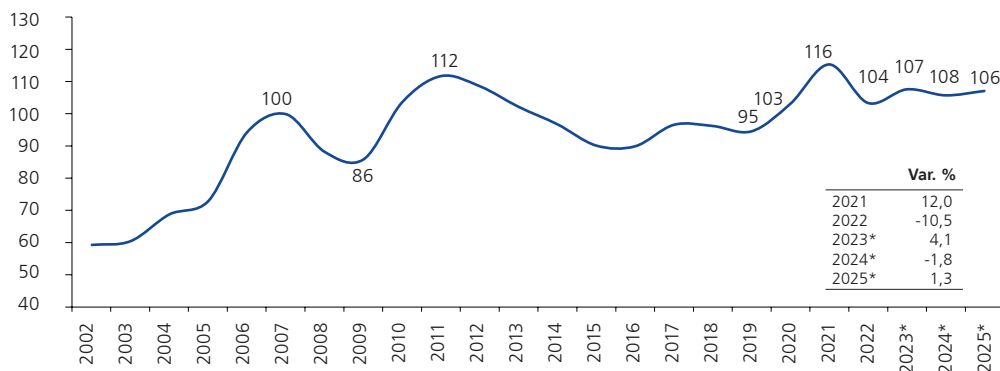
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Se prevé que los términos de intercambio suban 4,1 por ciento en 2023, magnitud mayor a la prevista en el Reporte previo (3,0 por ciento), debido a una menor caída esperada de los precios de exportación y una reducción más alta de los precios de importación.

El deterioro de indicadores coincidentes y adelantados de actividad, aunado a los excedentes de oferta y la acumulación de existencias, han debilitado las perspectivas de los principales metales industriales en el mediano plazo. Por ello, se prevé que el precio promedio de exportaciones baje en 1,0 por ciento en 2024. Este hecho determinará que los términos de intercambio disminuyan en 1,8 por ciento en dicho año, en contraste con el crecimiento de 1,3 por ciento proyectado en el Reporte previo.

Se proyecta que los precios de metales se recuperen en 2025, en un panorama propicio para el crecimiento económico mundial tras la normalización de las condiciones financieras globales, de la cadena de suministros y del escenario geopolítico. Ello impulsará un crecimiento de los términos de intercambio de 1,3 por ciento en dicho año.

Gráfico 31
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2025
(Índice 100 = 2007)



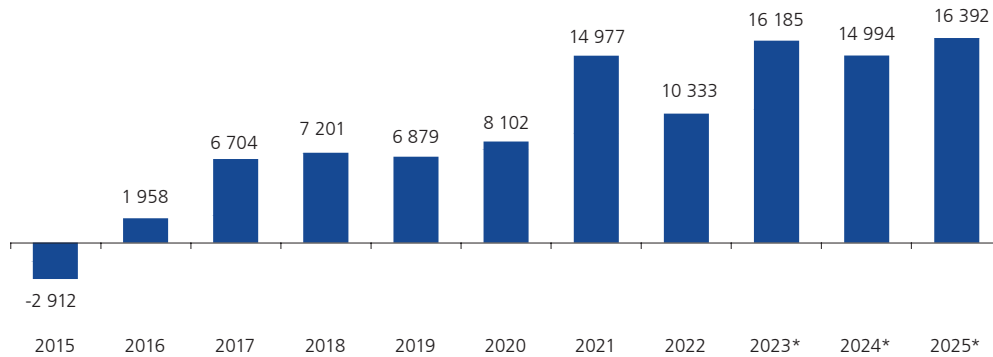
* Proyección.
Fuente: BCRP.

24. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó USD 12 095 millones entre enero y setiembre de 2023, monto superior en USD 4 749 millones al registrado en el mismo periodo de 2022 (USD 7 346 millones). La expansión interanual respondió a la mayor caída de las importaciones (en USD 5 429 millones) respecto a la disminución registrada por las exportaciones (en USD 680 millones).

Se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de USD 16 185 millones en 2023, se reduzca a USD 14 994 millones en 2024 y se recupere hasta USD 16 392 millones en 2025. La caída proyectada en 2024 obedece básicamente a una proyección más baja de precios de metales, un crecimiento menor de los envíos de productos tradicionales y la recuperación de las importaciones. El mayor crecimiento de la economía global y la completa normalización de las condiciones climáticas (que afectaron este año a los sectores de harina de pescado y agroexportación), permitirá que el superávit comercial se eleve en 2025.



Gráfico 32
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2015-2025
(Millones de USD)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

25. Las **exportaciones** ascendieron a USD 49 002 millones entre enero y setiembre de 2023, cifra inferior en USD 680 millones (-1,4 por ciento) al valor de igual periodo de 2022. Esta reducción se debe al menor valor de los envíos de productos tradicionales (-1,0 por ciento), asociado a la contracción de precios de exportación de estos (-6,3 por ciento), especialmente gas, zinc y cobre. El incremento del volumen de exportaciones tradicionales compensó parcialmente el efecto de la caída de los precios sobre el valor de ventas al exterior.

La proyección del valor de exportaciones para 2023 fue revisada al alza, producto de una menor caída esperada de los precios de exportación, tanto de los productos tradicionales como no tradicionales, así como por los mayores embarques de metales como cobre, gas y zinc registrados en el tercer trimestre. Esta evolución esperada será atenuada por la revisión a la baja en la demanda de productos no tradicionales textiles.

Se espera que el efecto de las condiciones climáticas adversas del FEN se mantenga durante el primer semestre de 2024 –al afectar a los sectores agrícola y pesquero, tanto tradicional como no tradicional–, justificando así una revisión a la baja en la tasa de crecimiento de los volúmenes exportados. Ello, junto a la menor senda proyectada de precios de metales, configurará una reducción de la expansión del valor exportado desde 4,4 por ciento en el anterior Reporte a 0,9 por ciento en la edición actual.

Se proyecta que las exportaciones se recuperarán en 2025, registrando una tasa de crecimiento de 5,4 por ciento. Este incremento estará sustentado en envíos al exterior más elevados –fundamentalmente de productos del sector agropecuario no tradicional y del sector pesquero tradicional– tras la normalización de las condiciones climáticas, así como en un aumento de los precios de metales, luego de la normalización del escenario económico global.

26. Las **importaciones** sumaron USD 36 907 millones entre enero y setiembre de 2023, lo que representó una contracción de USD 5 429 millones (-12,8 por ciento) con respecto a igual periodo de 2022. Este desarrollo es producto tanto de la caída del volumen de importaciones, específicamente de insumos industriales (textiles, papeles, hierro y acero)

y de materiales de construcción, como de los precios, particularmente de insumos industriales, del petróleo y derivados y de los alimentos.

Las importaciones fueron revisadas levemente al alza para 2023, en vista de lo observado a setiembre: una menor contracción del volumen importado, principalmente de los insumos. Para el cuarto trimestre, se esperan mayores importaciones de bienes de capital en prevención a los posibles daños de El Niño costero, pero menores de insumos y bienes de consumo, en línea con la evolución de la demanda interna. En tanto, para 2024 la revisión es a la baja, se esperan menores volúmenes importados por un crecimiento ligeramente menor del gasto privado.

Se estima que las importaciones aumentarán 4,3 por ciento en 2025 y alcanzarán un valor de USD 53 991 millones, evolución explicada por la aceleración del volumen importado y por la recuperación del precio de insumos para la industria. Ello será posible con el avance proyectado del gasto privado y la regularización de la producción primaria local por reversión de condiciones climáticas adversas y la no primaria por la mejora de la confianza del consumidor y empresarial.

Resultado de las cuentas externas

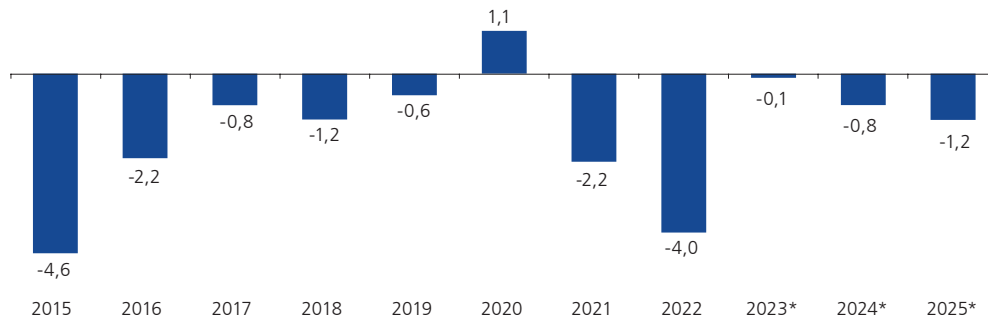
27. La reducción del **déficit en cuenta corriente** entre el cierre de 2022 y el tercer trimestre de 2023, en términos acumulados, respondió principalmente al aumento del superávit comercial, tras el retroceso del gasto privado y los precios más bajos de las importaciones de petróleo, insumos industriales y alimentos. Esta evolución fue reforzada por el menor déficit del ingreso primario, debido a los ingresos por intereses más elevados, tanto del sector público como del privado, el efecto del abaratamiento de los fletes sobre la balanza de servicios y el incremento del flujo de remesas enviadas desde el exterior.

De acuerdo con la tendencia en los tres primeros trimestres del año, se prevé que el déficit de la cuenta corriente cierre 2023 en 0,1 por ciento del PBI. Esta fuerte reducción está alineada con la caída proyectada del gasto privado, que ha aumentado el ahorro de este sector y, por tanto, ha reducido el requerimiento de financiamiento externo del país. Se espera que en 2024 la recuperación del gasto privado impulse la demanda por importaciones; asimismo, la normalización de la producción primaria incrementará las utilidades de empresas con inversión directa extranjera (IDE). Este último efecto se reforzará en 2025, bajo condiciones climáticas normales, que permitan el normal desarrollo del agro y la pesca. De esta manera, se proyecta que el déficit de cuenta corriente aumente a 0,8 y 1,2 por ciento del producto en 2024 y 2025, respectivamente.

Respecto al Reporte previo, se espera un déficit de cuenta corriente más bajo tanto para 2023 como para 2024. Se prevé que el menor crecimiento económico proyectado afecte las utilidades de empresas con IDE en ambos años, asimismo, contribuirá a la revisión del mayor superávit comercial en 2023. Cabe resaltar que la proyección actual incorpora un mayor déficit en la balanza de servicios, en respuesta a la revisión al alza de los egresos por fletes tras la acentuación de la sequía en el Canal de Panamá. En ese sentido, se proyecta que desde el segundo trimestre de 2024 los precios de fletes retomarán la senda a la baja que venían siguiendo antes del evento mencionado, hasta alcanzar niveles prepandemia en 2025.



Gráfico 33
CUENTA CORRIENTE, 2015-2025
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Cuadro 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de USD)

	2022	2023*			2024*		2025*
		IIIT 2023 3/	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 908	-1 831	-3 430	-286	-3 375	-2 213	-3 419
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-4,0</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,2</i>
1. Balanza comercial	10 333	15 083	15 771	16 185	16 402	14 994	16 392
a. Exportaciones	66 235	65 555	65 438	66 179	68 301	66 771	70 383
<i>De las cuales:</i>							
i) Tradicionales	47 760	47 408	47 190	47 704	48 946	47 802	49 577
ii) No Tradicionales	18 221	17 919	18 032	18 274	19 138	18 762	20 631
b. Importaciones	55 902	50 473	49 667	49 994	51 899	51 777	53 991
2. Servicios	-8 642	-7 780	-7 685	-7 755	-6 548	-6 884	-6 008
3. Ingreso primario (renta de factores)	-17 373	-15 618	-18 126	-15 390	-19 770	-17 019	-20 463
4. Ingreso secundario (transferencias)	5 773	6 484	6 610	6 675	6 540	6 696	6 660
Del cual: Remesas del exterior	3 708	4 226	4 169	4 374	4 294	4 505	4 640
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-9 246	-1 873	-4 124	236	-6 875	-4 913	-5 959
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-3,8</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>0,1</i>	<i>-2,4</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,1</i>
1. Sector privado	-10 203	-3 431	-3 087	-656	-3 689	-2 241	-4 747
a. Largo plazo	-14 587	-4 673	-3 087	-1 619	-3 689	-2 241	-4 747
b. Corto plazo	4 385	1 242	0	963	0	0	0
2. Sector público 2/	957	1 558	-1 037	892	-3 186	-2 672	-1 213
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-4 427	-4 454	0	66	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	-5 089	-4 411	695	-456	3 500	2 700	2 540
IV= (I+III) - II = (1-2)							
1. Variación del saldo de RIN	-6 612	-2 967	1 268	250	3 500	2 700	2 540
2. Efecto valuación	-1 523	1 444	573	707	0	0	0

1/ La cuenta financiera y sus componentes (sector privado y público) son expresados como activos netos de pasivos. Por ello, un signo negativo implica una entrada de capitales externos.

2/ Considera la compraventa entre residentes y no residentes de bonos del Gobierno emitidos en el exterior o en el mercado local.

3/ Muestra el acumulado últimos cuatro trimestres al tercer trimestre de 2023.

R.I.: Reporte de Inflación.

* Proyección.

En este cuadro las cuentas de la Balanza de Pagos se presentan bajo un nuevo formato, por la adopción de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (reclasificación de transacciones, nuevas partidas y variación en la denominación de ciertos rubros).

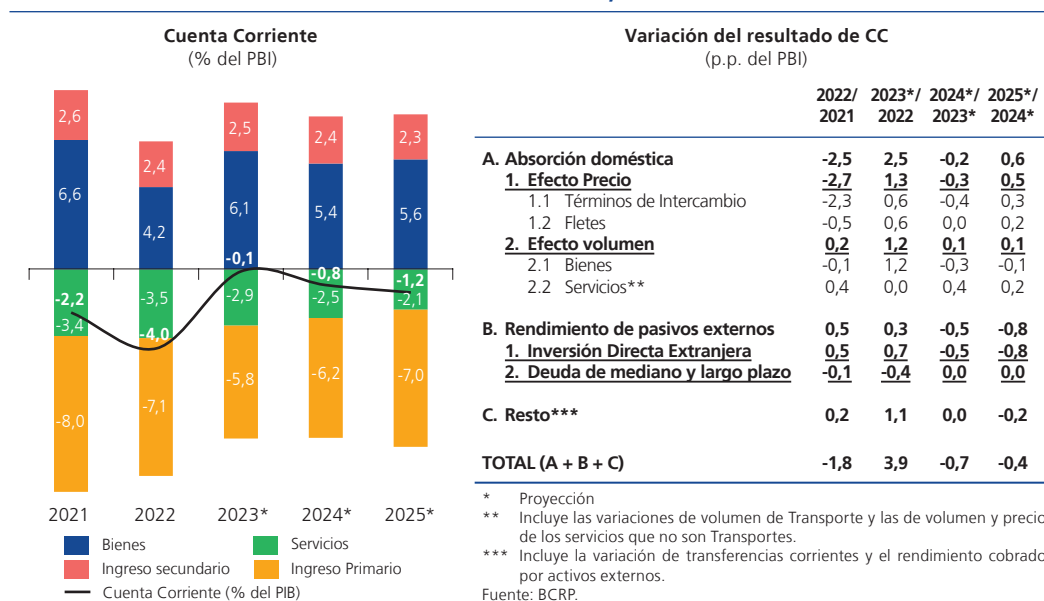
28. Las variaciones en el resultado de la cuenta corriente pueden descomponerse en 2 factores principales, aquel atribuido a la absorción doméstica (mayor demanda nominal de bienes y servicios del exterior) y el relacionado al rendimiento pagado a los factores de producción (capital) y a pasivos que el Perú tiene con el exterior (instrumentos de deuda).

La reducción del déficit en 2023 responderá a la menor absorción doméstica (2,5 p.p.), debido principalmente a una demanda más baja de bienes importados (1,3 p.p.).

En menor medida, aportará el retroceso de los costos de los servicios (fletes) y del precio promedio de importaciones. Por su parte, el rendimiento pagado por pasivos externos reforzará esta dinámica, debido a la reducción de las utilidades obtenidas por empresas con IDE en el país tras los menores precios de metales y la contracción económica local.

Se espera que la tendencia creciente del déficit en cuenta corriente prevista a lo largo del horizonte de proyección esté sustentada, en su mayoría, en el rendimiento de pasivos externos más alto, particularmente de la inversión directa: la recuperación de la actividad económica, particularmente en 2025 bajo condiciones climáticas normales, sustentará el aumento de las utilidades de empresas con IDE.

Cuadro 12
DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE, 2021-2025



29. De acuerdo con datos anualizados al tercer trimestre de 2023, el déficit en cuenta corriente de la mayoría de los países de la región se ha reducido respecto al resultado de 2022. En todos los países analizados, esta reducción del déficit se explica por el fortalecimiento del saldo en la balanza comercial. El menor déficit de la balanza de servicios también contribuyó a este resultado en Chile y Brasil. Finalmente, en Colombia y México, se registró un incremento del flujo de transferencias corrientes enviadas desde el exterior, mismo que reforzó la tendencia decreciente del déficit en cuenta corriente.

Cuadro 13
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Anualizada, en % del PIB)

	2019	2020	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	2023*
Brasil	-3,6	-1,9	-2,8	-2,8	-2,7	-1,8	-1,9	-1,7
Chile	-5,2	-1,7	-6,6	-9,0	-6,9	-4,5	-3,5	-3,4
Colombia	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-3,6	-5,1	-3,6	-3,4
México	-0,3	2,5	-0,7	-1,3	-1,4	-0,7	-0,1	-0,8
Perú	-0,6	1,1	-2,2	-4,0	-3,0	-1,9	-0,7	-0,1

* Proyección.
Fuente: Bancos centrales de cada país.





30. La proyección actual de la cuenta corriente implica que la economía peruana requerirá un menor **nivel de financiamiento del exterior** en los años siguientes. Por un lado, la inversión bruta interna bajará de 22,1 por ciento en 2022 a 20,0 por ciento del PBI en 2025, debido a la reducción de 2,1 p.p. en la inversión privada. Por otro lado, se prevé que el ahorro interno aumente desde 18,1 a 18,8 por ciento del PBI en el mismo periodo, impulsado por el incremento del ahorro privado desde 14,7 hasta 15,3 por ciento del producto. Este último desarrollo está alineado con las mayores tasas de interés, el aumento de la incertidumbre y el menor dinamismo del consumo privado.

Cuadro 14
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Acumulado últimos 4 trimestres, % del PBI nominal)

	2022	2023*		2024*		2025*	
		III. Trim 1/	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
1. Inversión Bruta Interna 2/	22,1	19,9	19,9	19,5	19,7	19,9	20,0
2. Ahorro Interno	18,1	19,2	18,6	19,4	18,6	19,1	18,8
<u>Brecha Externa (=2-1)</u>	<u>-4,0</u>	<u>-0,7</u>	<u>-1,3</u>	<u>-0,1</u>	<u>-1,2</u>	<u>-0,8</u>	<u>-1,2</u>
1.1 Inversión Bruta Interna Privada 2/	17,0	15,0	14,9	14,5	14,8	14,8	14,9
1.2 Ahorro Privado	14,7	17,1	16,0	16,9	15,6	16,1	15,3
<u>Brecha Privada (=1.2-1.1)</u>	<u>-2,3</u>	<u>2,1</u>	<u>1,1</u>	<u>2,4</u>	<u>0,8</u>	<u>1,2</u>	<u>0,4</u>
2.1 Inversión Pública	5,1	4,9	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1
2.2 Ahorro Público	3,4	2,1	2,6	2,5	3,0	3,0	3,6
<u>Brecha Pública (=2.2-2.1)</u>	<u>-1,7</u>	<u>-2,8</u>	<u>-2,4</u>	<u>-2,5</u>	<u>-2,0</u>	<u>-2,0</u>	<u>-1,5</u>

RI: Reporte de Inflación
*Proyección.
1/ Acumulado últimos cuatro trimestres.
2/ Incluye variación de inventarios.
Fuente: BCRP.

Cuenta financiera

31. La **cuenta financiera** acumulada en los últimos cuatro trimestres al tercer trimestre de 2023 mostró un ingreso neto de capitales por USD 1 873 millones, inferior en USD 7 372 millones a la entrada registrada en 2022. En mayor magnitud, esta reducción se explica por el reinicio de compras de activos externos por parte de AFP y fondos mutuos, aunque fue compensado en parte por una reducción de la posición acreedora de la cuenta de capitales de corto plazo, reflejo de la menor compra de activos externos del sector no financiero y mayor liquidación de activos del sector bancario. Las amortizaciones y las menores emisiones del sector público también contribuyeron a la reducción del flujo neto de entrada de capitales, aunque en menor proporción.

Se proyecta un menor flujo de financiamiento neto de largo plazo al sector privado en 2023, el cual es reflejo de una combinación de factores internos y externos. Por un lado, las AFP reiniciaron sus inversiones en el exterior, luego de atender en los últimos dos años un gran número de retiros de sus afiliados. En segundo lugar, la contracción de la actividad económica y la coyuntura de bajos precios de minerales determinaron un deterioro de las utilidades de empresas con IDE en el país, afectando la reinversión de estas. Por último, el deterioro de la confianza empresarial determinó una caída de la inversión, lo que se tradujo en menores requerimientos de financiamiento por parte de empresas del sector privado a través de préstamos e instrumentos de deuda.

En los dos próximos años se espera un mayor ingreso de capitales, puesto que la recuperación de la actividad económica prevista implicará un incremento en las utilidades y la reinversión de estas.

Cuadro 15
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO 1/
(Millones de USD)

	2022	2023*			2024*		2025*
		Ene.-Set.	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
SECTOR PRIVADO (A + B)	-10 203	-1 728	-3 087	-656	-3 689	-2 241	-4 747
Porcentaje del PBI	-4,2	-0,9	-1,1	-0,2	-1,3	-0,8	-1,6
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	-14 587	-2 258	-3 087	-1 619	-3 689	-2 241	-4 747
1. ACTIVOS	-2 906	3 060	4 016	5 116	6 004	5 230	5 268
Inversión directa	-448	1 393	1 343	1 538	1 575	1 573	1 607
Inversión de cartera 2/	-2 458	1 667	2 674	3 578	4 429	3 657	3 661
2. PASIVOS 3/	11 682	5 318	7 103	6 734	9 693	7 471	10 015
Inversión directa	10 848	5 006	7 740	6 717	11 620	9 414	11 411
Inversión de cartera 4/	-760	-364	-411	-258	4	-33	255
Préstamos de largo plazo	1 594	676	-226	276	-1 931	-1 910	-1 651
B. CORTO PLAZO	4 385	530	0	963	0	0	0

1/ Expresado en términos de activos netos de pasivos. Por ello, un flujo de capitales tiene un signo negativo. Un aumento (una caída) de un activo externo tiene signo positivo (negativo).

2/ Comprende acciones y otros activos del exterior del sector financiero y no financiero. Incluye derivados financieros.

3/ Signo positivo corresponde a un aumento de pasivos externos netos.

4/ Considera la colocación neta de bonos y similares, así como la compra neta de acciones y otros por parte de no residentes a través de la Bolsa de Valores de Lima, registrada por CAVALI.

5/ Muestra el acumulado últimos cuatro trimestres al tercer trimestre de 2023.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

A diferencia de 2022 y 2023 donde se observa un flujo negativo de financiamiento externo neto al sector público por la menor demanda de bonos soberanos, se proyecta un flujo positivo de financiamiento neto al sector público en 2024 y 2025, producto del reinicio de las adquisiciones de bonos soberanos por parte de no residentes, en un panorama de recuperación de la actividad económica y ausencia de medidas que debiliten la confianza en la liquidez del mercado de bonos soberanos.

Cuadro 16
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO 1/
(Millones de USD)

	2022	2023*				2024*		2025*
		I Sem.23 4/	IIIT 23 4/	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
I. ACTIVOS	-145	248	156	179	-28	140	140	140
II. PASIVOS (1 + 2) 2/	-1 102	-955	-1 402	1 217	-920	3 326	2 812	1 353
1. Inversión de cartera	-1 880	-2 345	-2 380	-658	-2 108	1 909	1 033	415
Emisiones	600	0	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	-658	-1 801	-1 801	-1 801	-1 801	-404	-394	-1 300
Otras operaciones (a - b) 3/	-1 822	-544	-579	1 144	-306	2 313	1 426	1 715
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	-1 888	-771	-806	1 008	-475	2 313	1 426	1 715
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-66	-227	-227	-135	-169	0	0	0
2. Préstamos	779	1 390	978	1 874	1 188	1 418	1 779	938
Desembolsos	1 838	2 482	2 091	2 977	2 290	2 481	2 842	2 262
Amortizaciones	-1 060	-1 092	-1 113	-1 103	-1 102	-1 063	-1 063	-1 324
III. TOTAL (I - II)	957	1 203	1 558	-1 037	892	-3 186	-2 672	-1 213

1/ Deuda de mediano y largo plazo. Un flujo de capitales tiene un signo negativo. Un aumento (una caída) de un activo externo tiene signo positivo (negativo).

2/ Signo positivo corresponde a un aumento de pasivos externos.

3/ Por la compraventa entre residentes y no residentes de bonos del Gobierno emitidos en el exterior o en el mercado local.

4/ Muestra el acumulado últimos cuatro trimestres al tercer trimestre de 2023.

* Proyección.

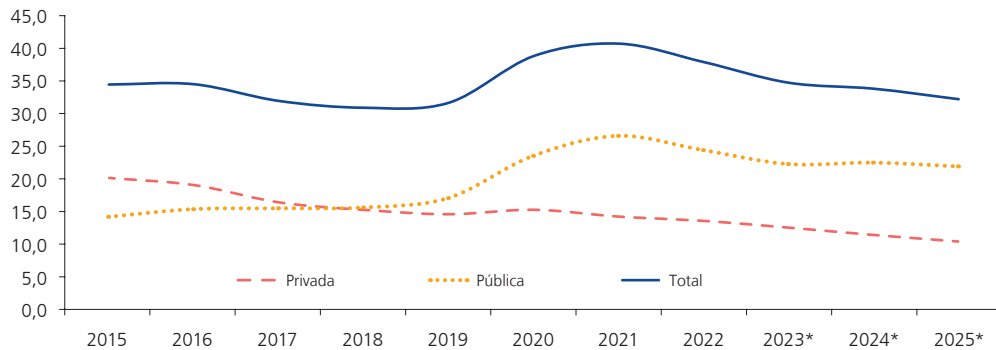
Fuente: BCRP.

32. Se prevé que el **saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo** del sector privado pase de 13,4 por ciento en 2022 a 10,1 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección,



ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 10 años. Por su parte, la deuda externa pública bajaría en similar proporción, de 24,5 a 21,9 por ciento, durante el mismo periodo de tiempo.

Gráfico 34
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)

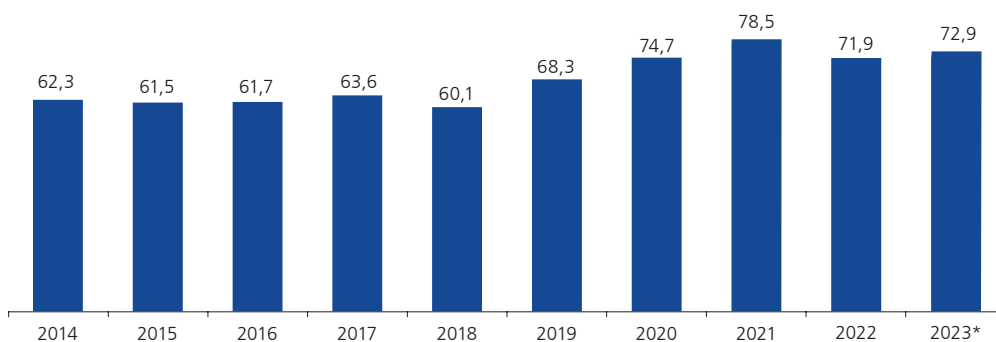


* Proyección.
Fuente: BCRP.

Reservas Internacionales Netas

33. Al 18 de diciembre, las Reservas Internacionales Netas (RIN) acumulan una expansión de USD 997 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en USD 72 880 millones. Este resultado se atribuye, en mayor magnitud, a un saldo más elevado de depósitos del sector público (USD 1 346 millones) y de intermediarios financieros (USD 758 millones), factores que fueron parcialmente contrarrestados por operaciones cambiarias de venta con el sector público por USD 3 044 millones.

Gráfico 35
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2014 - 2023
(Miles de millones de USD)



* Al 18 de diciembre de 2023
Fuente: BCRP.

Cuadro 17
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2019	2020	2021	2022*	2023*	2024*	2025*
Reservas Internacionales como porcentaje de:							
a. PBI	29,4	36,3	34,7	29,3	27,0	27,1	26,7
b. Deuda externa de corto plazo 1/	498	538	578	468	487	468	483
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	455	642	421	285	478	411	398

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

III. Actividad económica

PBI sectorial

34. La actividad económica de 2023 ha estado marcada por el impacto de distintos choques de oferta, algunos de los cuales han tenido un efecto de segunda vuelta sobre los ingresos y la confianza de los agentes económicos. En primer lugar, destacan las anomalías climáticas derivadas del Fenómeno El Niño costero, las cuales perduraron con intensidad fuerte durante gran parte del año (entre abril y noviembre), y se materializaron en forma de lluvias en el norte y anomalías de las temperaturas marinas y ambientales. A este choque se sumaron las sequías en el sur del país de fines de 2022. Ambos factores redujeron los rendimientos de productos frutales de la costa y la campaña de la sierra, respectivamente, asimismo las anomalías cálidas en la temperatura del mar afectaron la disponibilidad de la anchoveta.

En segundo lugar, el brote de gripe aviar de noviembre de 2022 ralentizó considerablemente la producción avícola de 2023, lo cual fue agravado por el inicio tardío de la vacunación (desde mayo en vez de enero). En tercer lugar, destacan los conflictos sociales que empezaron en diciembre de 2022 y perduraron en una magnitud moderada hasta abril de 2023. Este periodo de turbulencia se caracterizó por bloqueos de carreteras y movilizaciones sociales que impactaron directamente sobre actividades no primarias como comercio, construcción y transporte, y primarias como minería.

Por último, varios de los choques mencionados anteriormente, considerados como exógenos –o que están fuera del control de las autoridades de un país– tuvieron un efecto de segunda vuelta sobre los ingresos y la confianza del sector privado. Ello, aunado a la pérdida del poder adquisitivo de las familias tras el aumento de los precios de alimentos, redujo la actividad de sectores no primarios como manufactura no primaria, comercio, construcción y servicios.

De esta manera, el indicador desestacionalizado estimado del PBI², luego de contraerse 1,3 por ciento en el primer trimestre, se mantuvo prácticamente sin cambios en el segundo

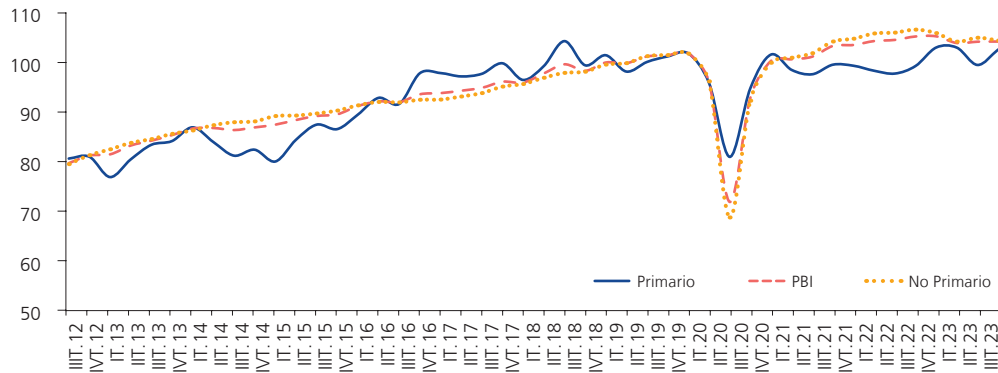
2 El BCRP utiliza la metodología TRAMO-SEATS desde 2003 y el software JDemetra+, desarrollado por el Banco Nacional de Bélgica, Eurostat y el Deutsche Bundesbank, desde 2021. JDemetra+ está construido sobre los algoritmos TRAMO-SEATS y X-13ARIMA-SEATS, es el software de desestacionalización recomendado del Sistema Estadístico Europeo y del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Además del algoritmo empleado, el BCRP desestacionaliza directamente la serie de PBI, utiliza series de frecuencia mensual y el cálculo de los factores de desestacionalización se actualiza de manera periódica.

Hay varias metodologías recomendadas de desestacionalización que pueden diferir en los valores exactos, pero no en las tendencias para el análisis. Los factores de desestacionalización, independientemente de la metodología que se emplee, están sujetos a periodos de fin de muestra y pueden cambiar con el tiempo.



y tercer trimestre de 2023. La cuantificación del impacto de cada uno de los choques de oferta mencionados sobre el crecimiento de 2023 puede encontrarse en el Recuadro 1 de este Reporte.

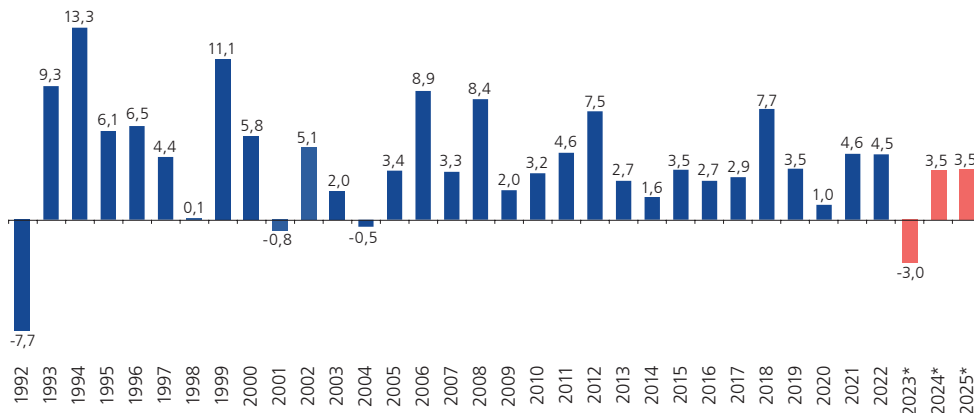
Gráfico 36
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Base 100 = IVT.2019)



Fuente: BCRP.

35. En este contexto, se revisa la proyección del PBI de 2023, desde un crecimiento de 0,9 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre a una caída de 0,5 por ciento en el presente Reporte. La revisión obedece a los resultados registrados en el tercer trimestre, de actividades no primarias como manufactura, construcción y servicios. Ello es reflejo de la permanencia, durante el tercer trimestre, de las expectativas empresariales en terreno pesimista y de la menor confianza del consumidor. Asimismo, el impacto del FEN costero sobre la actividad agropecuaria ha sido mayor al contemplado previamente, lo cual se ha reflejado en una caída de la producción del sector (la mayor caída desde 1992).

Gráfico 37
PBI AGROPECUARIO
(Variación % real anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

La contracción proyectada de la actividad en 0,5 por ciento en 2023 corresponde a una caída prevista de 1,3 por ciento del PBI no primario, en donde los sectores más

afectados serían manufactura y construcción. Por su parte, se proyecta que la producción de los sectores primarios –a excepción de la minería metálica e hidrocarburos– también retroceda, debido a los eventos climáticos adversos, el brote de gripe aviar y el bloqueo de vías. Se espera que la minería registre un incremento de 8,4 por ciento, tras la entrada en operación de la mina Quellaveco y el menor número de días de paralización en la actividad minera respecto a 2022.

Para 2024 se prevé un crecimiento de 3,0 por ciento, tasa igual a la del del Reporte previo, por la reversión de los choques de oferta y la recuperación del gasto privado, en un contexto donde la inflación retorne al rango meta y se restaure la confianza del sector privado. Se estima una tasa de expansión similar para 2025, la cual considera condiciones climáticas normales para el desarrollo del agro, la pesca y su manufactura asociada, así como un entorno de estabilidad sociopolítica que favorezca la confianza de los agentes económicos.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2022	2023*			2024*		2025*
		Ene.-Oct.	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
PBI primario	0,9	3,1	2,5	2,5	2,8	2,8	3,1
Agropecuario	4,5	-4,0	-2,0	-3,0	2,6	3,5	3,5
Pesca	-11,4	-21,3	-26,4	-17,6	10,5	10,5	14,4
Minería metálica	0,0	10,0	8,8	8,4	2,4	2,0	2,2
Hidrocarburos	4,0	1,7	2,2	0,9	3,6	2,9	3,8
Manufactura	-2,5	-0,3	-4,2	-1,7	3,2	3,9	4,1
PBI no primario	3,2	-1,6	0,4	-1,3	3,1	3,1	3,0
Manufactura	2,2	-8,8	-3,5	-8,0	2,9	3,1	3,0
Electricidad y agua	3,9	4,3	4,3	3,7	3,9	3,9	3,0
Construcción	3,0	-9,3	-3,7	-8,0	3,2	3,2	3,4
Comercio	3,3	2,5	3,0	2,5	3,5	3,2	2,7
Servicios	3,3	-0,4	1,0	-0,2	2,9	3,0	3,0
Producto Bruto Interno	2,7	-0,7	0,9	-0,5	3,0	3,0	3,0

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

36. El escenario base supone la ocurrencia, en el verano de 2024, de un **Fenómeno El Niño (FEN) global y un FEN costero** de magnitud fuerte y moderada, respectivamente. En el Reporte de setiembre, el escenario más probable también era un Fenómeno El Niño costero moderado.

En el Reporte previo se insumió la información publicada el 14 de setiembre por el comité encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), que preveía la presencia de condiciones cálidas en la región Niño 1+2 para el verano de 2024, con una probabilidad de 98 por ciento. Este comunicado considera que, para dicho horizonte, el evento alcanzaría una magnitud moderada. Si bien en los comunicados del 27 de octubre al 24 de noviembre se incrementó la probabilidad de que El Niño costero alcance una magnitud fuerte en el verano 2024 –pasando a ser el escenario más probable–, el fortalecimiento y persistencia del Anticiclón del Pacífico Sur (APS) redujo la probabilidad de ocurrencia de un evento de esta magnitud para dicho horizonte.





Por su parte, en la zona del Pacífico Central la ocurrencia de condiciones fuertes en el verano 2024 aún continúa siendo el escenario más probable.

Cuadro 19
PROBABILIDADES ESTIMADAS DE EL NIÑO COSTERO Y GLOBAL DURANTE EL VERANO DE 2024
(En porcentaje)

Fecha del comunicado ENFEN	Región	Probabilidad	de la cual		
			Débil	Moderada	Fuerte o muy fuerte
14 de setiembre	Pacífico Oriental (Niño 1+2)	98	16	56	26
27 de octubre		100	3	47	50
24 de noviembre		95	17	38	40
15 de diciembre		97	20	54	23
14 de setiembre	Pacífico Central (Niño 3.4)	100	16	67	17
27 de octubre		100	2	48	50
24 de noviembre		100	4	31	65
15 de diciembre		100	3	41	56

Nota: Las celdas sombreadas indican el escenario más probable.
Fuente: ENFEN.

Adicionalmente, en el Reporte de setiembre se consideraron condiciones de El Niño costero fuertes hasta diciembre de 2023. Sin embargo, en el comunicado del ENFEN del 15 de diciembre se menciona que es más probable que las condiciones de El Niño costero se mantengan moderadas hasta febrero de 2024.

37. En cuanto a las proyecciones de cada sector económico:

- a) La **actividad agropecuaria** de 2023 evidencia el efecto de impactos temporales, como la toma de carreteras a inicios de año y la sequía en el ande; e impactos persistentes, como el de la gripe aviar y la prolongación de El Niño costero.

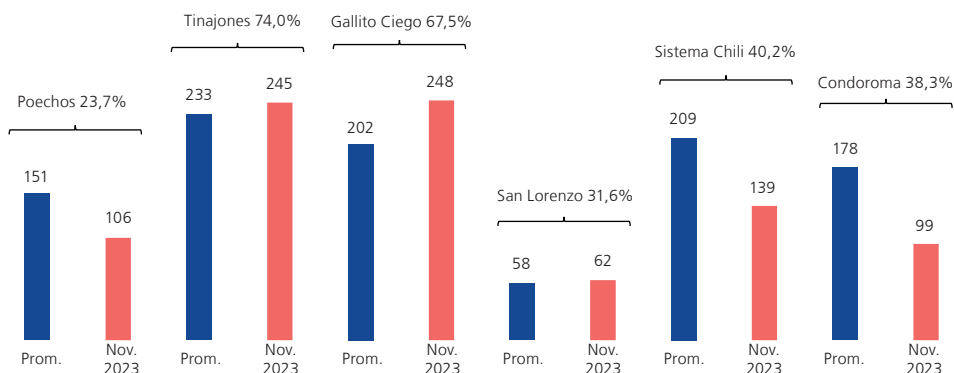
En el tercer trimestre, la persistencia de las anomalías cálidas ocasionadas por El Niño costero disminuyó o retrasó la floración de frutales en regiones de la costa, particularmente la de arándanos, mangos, palta y aceituna. Asimismo, la saturación de los suelos por exceso de lluvias generó menor producción de otros productos de la costa, como arroz, banano orgánico y limón. Adicionalmente, la prolongación de la gripe aviar redujo la producción avícola, de carne de ave y huevos. En consecuencia, se prevé una mayor caída de la producción del sector en 2023 respecto al Reporte previo: 3,0 en vez de 2,0 por ciento.

Por el contrario, para 2024 se revisa el crecimiento del sector al alza, de 2,6 a 3,5 por ciento. Ello en un escenario de debilitamiento de El Niño costero, que permitiría mayor producción de la región sierra y de la costa norte, por mejores condiciones climáticas.

Para 2025 también se prevé un crecimiento de 3,5 por ciento en el sector por la recuperación tanto de la producción agrícola como de la pecuaria, posterior a la presencia de los eventos El Niño costero, El Niño global y gripe aviar.

Al 30 de noviembre, el almacenamiento de agua en los principales reservorios, respecto al promedio de los últimos cinco años, es heterogéneo, pues es mayor a 67 por ciento de su volumen útil total en Tinajones y Gallito Ciego; pero menor a 41 por ciento en Poechos, San Lorenzo, Sistema Chili y Condorama.

Gráfico 38
VOLUMEN ALMACENADO DE PRINCIPALES RESERVIORIOS
(En millones de metros cúbicos)

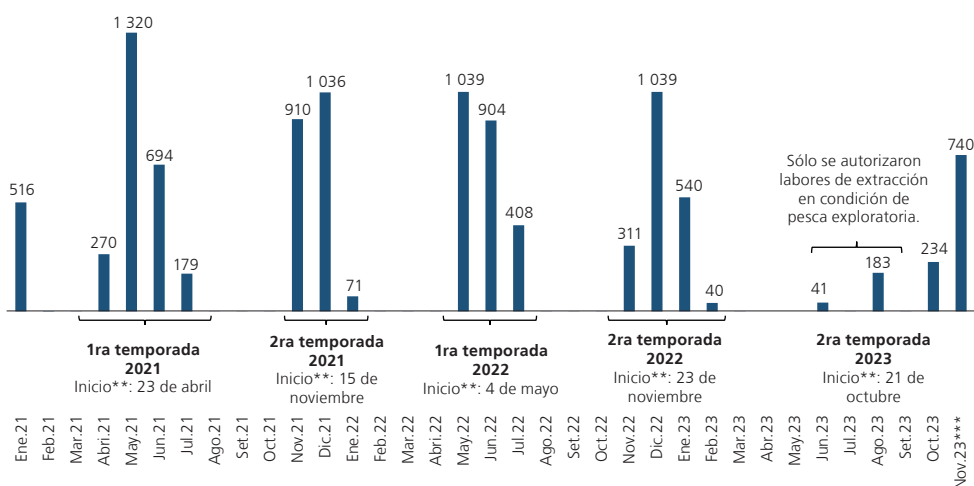


1/ Al 30 de noviembre 2023, promedio de los últimos cinco años (2018-2022) de igual fecha y porcentaje respecto al volumen útil total.
Fuente: Junta de Usuarios y Proyectos Especiales de Irrigación.

- b) El **sector pesca** disminuyó 8,3 por ciento interanual en el tercer trimestre de 2023, principalmente por la menor captura de anchoveta (-61,4 por ciento). La contracción del trimestre responde a que se mantuvo la veda pesquera durante el mes de julio, para posteriormente autorizar pesca exploratoria en agosto.

En octubre se autorizó la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro, con un límite máximo de captura de 1,7 millones de TM. Al término de noviembre, se capturaron 1,0 millones de TM, equivalentes al 59 por ciento de la cuota.

Gráfico 39
CAPTURA DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL EN ZONA NORTE-CENTRO*
(Miles de toneladas)



* Información al 30 de setiembre.
** Fecha de inicio de pesca exploratoria en las temporadas que hubo.
*** Información preliminar.
Fuente: Ministerio de Producción.

Se espera que la actividad del sector se reduzca en 17,6 por ciento en 2023 como consecuencia de la ausencia de la primera temporada de pesca de anchoveta, la





apertura temprana de la segunda temporada en octubre y considerando que las anomalías cálidas moderadas de la temperatura del mar peruano se mantendrían hasta febrero del próximo año³. Dado que en 2024 el sector aún estaría afectado por las anomalías cálidas, se espera un crecimiento de 10,5 por ciento. Para 2025 se esperan condiciones neutrales, por lo que el sector crecería 14,4 por ciento.

- c) En el tercer trimestre de 2023 el **sector minería metálica** creció 8,9 por ciento, por la mayor extracción de la mayoría de los metales, en particular de cobre (8,7 por ciento), ante la entrada en operación de la mina Quellaveco a finales del tercer trimestre de 2022⁴. Adicionalmente, se registró una mayor producción de Constancia y Cerro Verde, impulsada por el mayor procesamiento del mineral.

De igual manera, la mayor producción de molibdeno (19,6 por ciento) estuvo asociada a Quellaveco, que empezó la extracción este mineral en mayo de 2023, y Cerro Verde. En el trimestre también se observó mayor producción de zinc (7,9 por ciento), por mayor procesamiento de Antamina, Shouxin y Raura. Esta última reanudó operaciones en abril de 2022, luego de haber paralizado desde abril de 2020 por la emergencia sanitaria del COVID-19.

Asimismo, se registró una mayor producción de oro de Yanacocha y Minera Boro Misquichilca. Esta última impulsada por el Proyecto de Optimización de Minerales Carbonosos que tiene como objetivo extender la vida útil de la mina.

Para 2023 se revisa la proyección del sector de 8,8 a 8,4 por ciento, por diversos mantenimientos registrados en el cuarto trimestre, entre ellos los de Cerro Verde, Chinalco y Antapaccay. Para 2024 se prevé que el sector crezca 2,0 por ciento impulsado principalmente por la mayor producción de molibdeno de Quellaveco. Para 2025, la producción del sector crecería 2,2 por ciento por la mayor producción de Toromocho y Buenaventura.

- d) La actividad del **sector hidrocarburos** aumentó 9,0 por ciento en el tercer trimestre del año, por la mayor extracción de líquidos de gas natural y gas natural. Ello se debió a la mayor demanda interna, atendida por el lote 88, y a un efecto base, puesto que durante el tercer trimestre de 2022 se registraron mantenimientos y fallas que afectaron la producción de los lotes 56 y 57.

Por su parte, la producción de petróleo se redujo 10,8 por ciento, por la menor extracción del lote 95 (oriente). El bajo caudal del río afectó la disponibilidad de barcasas para transportar su producción. También contribuyó la menor producción del lote 67, pues se encuentra paralizado desde octubre de 2022, por conflictos sociales.

Posteriormente, en octubre y noviembre, se registraron mantenimientos que afectaron la producción de los lotes 56, 57 y 88. Este factor, junto con la menor disponibilidad de barcasas del lote 95, conllevan a que se revise la proyección del crecimiento del sector en 2023 de 2,2 a 0,9 por ciento.

3 En el comunicado ENFEN N°20-2023 se menciona que es más probable que las condiciones cálidas moderadas en la costa peruana (región Niño 1+2) se mantengan hasta febrero de 2024, y que disminuyan en los meses siguientes.

4 La empresa produjo 78 mil TMF de cobre durante este trimestre.

En 2024 y 2025, el sector crecería 2,9 y 3,8 por ciento, respectivamente, asociado a una normalización de la extracción de petróleo en los lotes en la selva.

- e) La actividad del **subsector manufactura primaria** creció 0,2 por ciento en el tercer trimestre de 2023, principalmente por la mayor refinación de petróleo. Esto se debió a la puesta en servicio de las unidades pertenecientes a la última fase de refinación de la nueva Refinería de Talara.

Se revisa la proyección del subsector en 2023, de una caída de 4,2 por ciento a una de 1,7 por ciento, considerando principalmente una mayor actividad pesquera en el último trimestre del año. Se espera un incremento de 3,9 por ciento para 2024 y 4,1 por ciento para 2025.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** se contrajo 11,6 por ciento en el tercer trimestre de 2023. Las ramas que registraron una mayor reducción de producción fueron las de bienes orientados al mercado externo, como conservas de alimentos, prendas de vestir, e hilados y tejidos; y las pertenecientes a insumos, como madera procesada, vidrios y alimentos para animales.

Se proyecta una caída de 8,0 por ciento de la manufactura no primaria en 2023, con lo que la producción del subsector se ubicaría por debajo de los niveles previos a la pandemia. Asimismo, se espera un crecimiento interanual de 3,1 por ciento en 2024 y 3,0 por ciento en 2025.

- g) El **sector construcción** disminuyó 9,2 por ciento en el tercer trimestre de 2023, debido a menores proyectos privados y de autoconstrucción.

Para 2023 se revisa a la baja la proyección de la actividad del sector, de una caída de 3,7 por ciento a una de 8,0 por ciento. Para 2024 y 2025 se prevé un crecimiento de 3,2 y 3,4 por ciento por la recuperación de la inversión pública y privada.

- h) En el tercer trimestre de 2023 el **sector comercio** creció 2,6 por ciento, impulsado por las mayores ventas al por mayor (2,5 por ciento), al por menor (3,1 por ciento) y de vehículos automotores (1,6 por ciento).

Para 2023 se espera que la actividad del sector se incremente 2,5 por ciento. En 2024 y 2025 el sector crecería 3,2 y 2,7 por ciento, respectivamente.

- i) El **sector servicios** disminuyó 0,6 por ciento en el tercer trimestre del año, principalmente por los menores servicios financieros y seguros (-9,4 por ciento).

De igual manera, el sector de telecomunicaciones disminuyó 3,1 por ciento por los menores servicios de telefonía, así como por la desaceleración del consumo de internet ante el retorno a las actividades presenciales. El sector alojamiento y restaurantes disminuyó 0,1 por ciento por la caída del subsector restaurantes, ante la menor demanda en un contexto de aumento de precios de los alimentos.

Tomando en cuenta esta ejecución negativa del tercer trimestre se revisa la proyección del sector en 2023 de un crecimiento de 1,0 por ciento a una caída de 0,2 por ciento. Para 2024 y 2025 se espera que el sector crezca 3,0 por ciento en cada año.



**PBI gasto**

38. Por el lado del gasto, la contracción interanual del producto entre enero y setiembre (-0,6 por ciento) de 2023 se explica por: (i) la contracción de la inversión privada, en un contexto de deterioro de la confianza empresarial y de disminución de la inversión residencial; (ii) una pérdida del dinamismo del consumo privado, afectado por la caída en la confianza de los hogares y el impacto de la inflación acumulada sobre su capacidad adquisitiva; (iii) la contracción del gasto público, debido a la menor inversión de los gobiernos subnacionales en su primer año de mandato; (v) la utilización de inventarios acumulados en anteriores trimestres, principalmente de la manufactura y minería; y (iv) la menor demanda del exterior por productos no tradicionales, principalmente textiles.

La ejecución observada al tercer trimestre y el estancamiento de las expectativas privadas explican la reducción de 1,4 p.p. en el crecimiento de 2023, en comparación a lo previsto en el Reporte de setiembre.

La proyección de crecimiento de 2024 se mantiene en 3,0 por ciento considerando un evento El Niño costero de magnitud moderada. El avance esperado en la actividad económica de 2024 estará sustentado en la recuperación de la confianza empresarial, ante un panorama de reversión de choques de oferta antes mencionados y de estabilidad social y política, lo que impulsará la inversión privada y el empleo, a su vez apoyando el consumo. El gasto de los hogares se incrementará por menores tasas de interés y se prevé que las empresas reabastezcan los inventarios que redujeron en 2023.

El crecimiento de 2025 estará sustentado en la continua recuperación del consumo y la inversión privada en un entorno de estabilidad sociopolítica y macroeconómica que continúen favoreciendo la recuperación de la confianza empresarial.

Cuadro 20
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

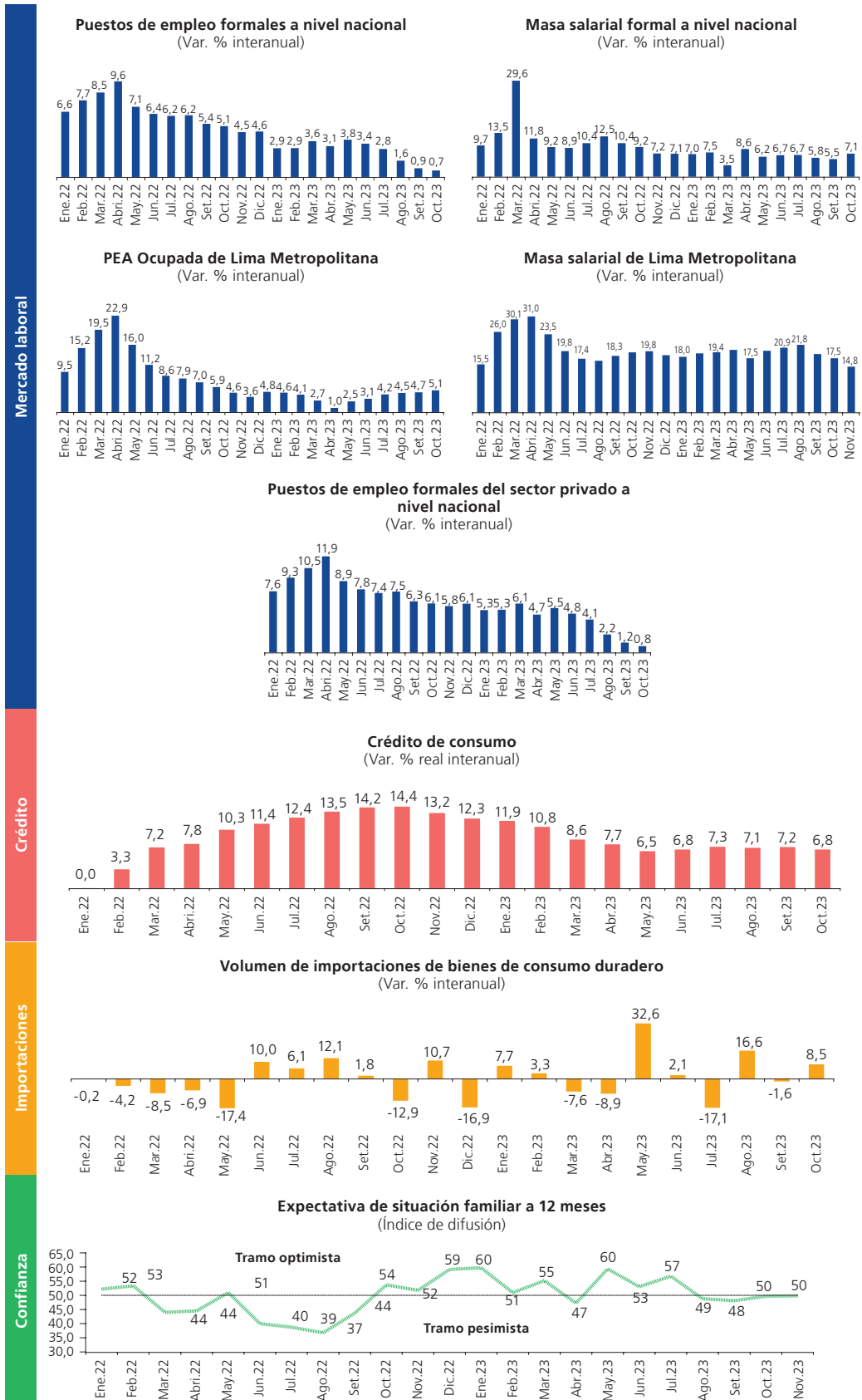
	2022	2023*			2024*		2025*
		Ene.-Set.	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
Demanda interna	2,3	-2,2	-0,3	-1,6	3,0	2,9	2,9
Consumo privado	3,6	0,2	1,2	0,2	3,0	2,7	2,8
Consumo público	-3,4	-0,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inversión privada	-0,4	-8,9	-5,3	-7,3	1,8	1,8	3,0
Inversión pública	7,7	-1,0	1,5	1,0	4,0	4,0	4,5
Var. de inventarios (contribución)	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	0,2	0,3	0,0
Exportaciones	6,1	3,6	2,8	3,0	3,3	3,1	3,8
Importaciones	4,4	-2,7	-2,0	-1,2	3,4	2,7	3,3
Producto Bruto Interno	2,7	-0,6	0,9	-0,5	3,0	3,0	3,0

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

39. La mayoría de los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados al consumo privado** muestran una desaceleración en los últimos meses: el crédito de consumo mostró un menor dinamismo en octubre, principalmente por el menor uso de tarjetas de crédito; el volumen de importaciones de bienes de consumo duradero retrocedió en setiembre, aunque se recuperó en octubre; y la confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar futura, se mantuvo en el tramo pesimista en setiembre, aunque mejoró ligeramente en octubre y se ubicó en una posición neutral en noviembre.

Gráfico 40

INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO



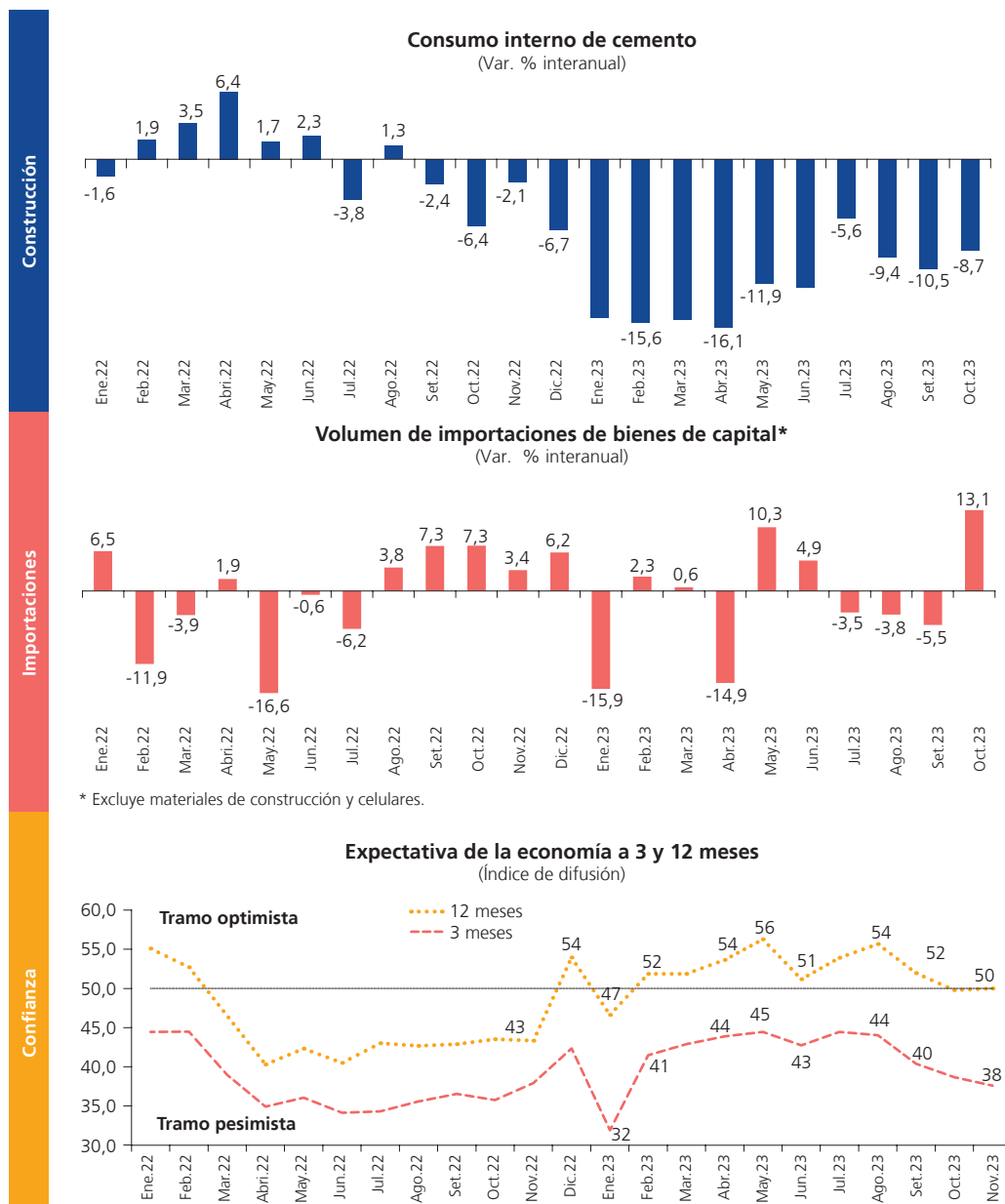
Fuente: BCRP, INEI, SUNAT y Apoyo Consultoría.



Los puestos de trabajo formales a nivel nacional y la masa salarial continuaron aumentando respecto a 2022; no obstante, se observa una marcada tendencia decreciente en las tasas de crecimiento de los puestos de trabajo, debido a la caída del empleo en el sector agropecuario afectado por el Fenómeno El Niño costero.

40. Los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada**, en su mayoría, presentan una evolución desfavorable en los últimos meses. El consumo interno de cemento continúa mostrando caídas por el menor dinamismo de obras privadas residenciales y el lento avance de la inversión pública respecto al año previo. El volumen de importaciones de bienes de capital sin materiales de construcción y celulares se redujo desde julio hasta setiembre, aunque se recuperó en octubre. Por su parte, las expectativas de la economía a 3 meses permanecen en el tramo pesimista y muestran una tendencia decreciente, mientras que las expectativas a 12 meses también se han reducido y se ubican en posición neutral.

Gráfico 41
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: BCRP, SUNAT y empresas cementeras.

41. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de noviembre muestra que los agentes proyectan una tasa de variación de la actividad económica de entre -0,1 y 1,0 por ciento para el presente año, un rango entre 2,0 y 2,5 por ciento para 2024 y entre 2,5 y 3,0 por ciento en 2025.

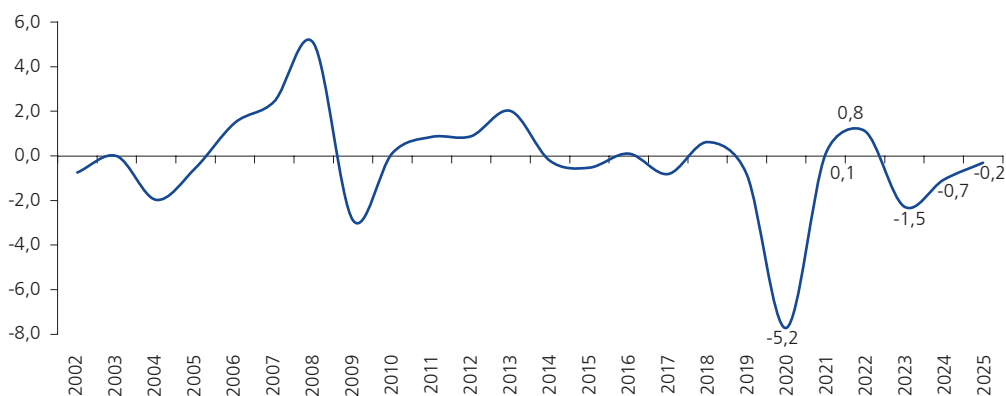
Cuadro 21
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Set.23	RI Dic.23*
Sistema Financiero				
2023	2,2	1,9	1,1	0,0
2024	2,7	2,5	2,3	2,0
2025				2,5
Analistas Económicos				
2023	2,0	1,9	1,0	-0,1
2024	2,6	2,7	2,6	2,5
2025				3,0
Empresas No Financieras				
2023	2,6	2,3	1,9	1,0
2024	3,0	3,0	2,6	2,3
2025				3,0

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

42. La **brecha del producto**, definida como la diferencia entre el PBI y el PBI potencial, se estima en -1,5 por ciento para 2023. Esta brecha negativa es resultado de los factores antes mencionados que deterioraron la demanda interna (menor confianza empresarial, menores ingresos y gasto por efectos indirectos de los choques de oferta), posicionando el PBI observado temporalmente por debajo de su potencial. Se espera que, con la reversión parcial de estos efectos, la brecha del producto negativa se reduzca a -0,7 por ciento en 2024 y este proceso continúe en 2025 hasta ubicarse en -0,2 por ciento del PBI potencial.

Gráfico 42
BRECHA DE PRODUCTO
(Porcentaje del PBI potencial)



Fuente: BCRP.

El **consumo privado** en el periodo enero-setiembre de 2023 se incrementó en 0,2 por ciento: la pérdida de dinamismo se debe a la baja confianza de los hogares y al efecto de la inflación acumulada sobre el poder adquisitivo. Se proyecta que estos factores



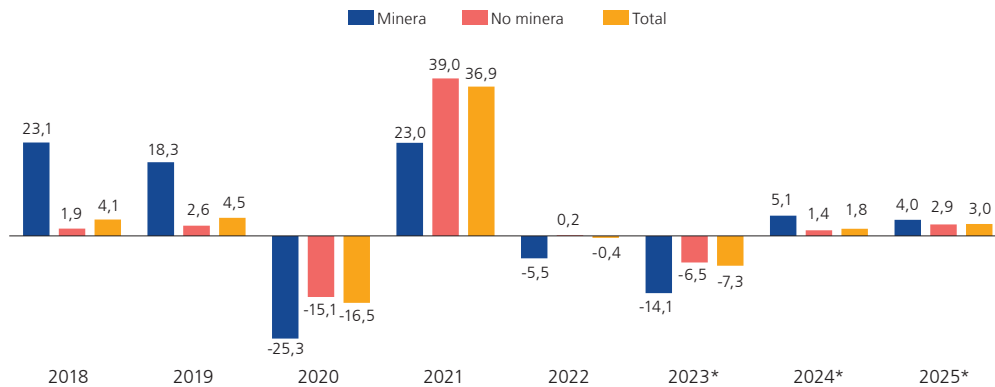
determinen un crecimiento de la misma cuantía en 2023, lo que implica una revisión a la baja en comparación a lo proyectado en el Reporte de setiembre (1,2 por ciento).

Se espera que el consumo recupere dinamismo en los próximos años y se expanda 2,7 y 2,8 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente, considerando la convergencia de la inflación al rango meta y asumiendo un entorno de estabilidad sociopolítica y macroeconómica que favorezca la recuperación de la confianza privada, la inversión y el empleo.

43. La **inversión privada** se contrajo 8,9 por ciento interanual entre enero y setiembre de 2023, como resultado de la caída de las expectativas empresariales, derivadas a su vez de los conflictos sociales y eventos climáticos adversos. Asimismo, influyó la ausencia de nuevos megaproyectos y una menor inversión residencial. Por ello, se espera que la inversión privada retroceda en una magnitud mayor (-7,3 por ciento) en comparación a lo que se estimaba en setiembre (-5,3 por ciento).

Bajo un entorno de estabilidad social y política y reversión de los fuertes choques de oferta, la confianza empresarial empezará a recuperarse. Asimismo, la mejora de las condiciones financieras locales y globales incentivarán el crédito, lo cual impulsará el gasto de inversión de las empresas. Todo ello permitirá que la inversión privada comience a crecer a tasas de 1,8 y 3,0 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente.

Gráfico 43
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Cuadro 22
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real anual)

	Peso respecto al PBI del 2022 1/	2019	2020	2021	2022	2023*		2024*		2025*
						RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Dic.
Inversión privada	20,3	4,5	-16,5	36,9	-0,4	-5,3	-7,3	1,8	1,8	3,0
Inversión residencial	6,7	4,7	-14,5	35,4	1,3	-6,9	-11,3	2,5	2,8	3,0
Inversión no residencial	13,7	4,4	-17,5	37,7	-1,3	-4,6	-5,4	1,5	1,3	3,0
<i>Inversión minera</i>	2,2	18,3	-25,3	23,0	-5,5	-18,0	-14,1	-7,7	5,1	4,0
<i>Inversión no minera</i>	11,5	1,3	-15,4	41,1	-0,4	-2,0	-3,7	3,0	0,7	2,8

1/ A precios de 2007.
* Proyección.
Fuente: BCRP.

- a. En el **sector minero**, las inversiones entre enero y octubre de 2023 totalizaron USD 3 591 millones, principalmente de las empresas Antamina (USD 447 millones), Anglo American Quellaveco (USD 345 millones) y Southern (USD 268 millones). La proyección para el periodo 2024-2025 considera la construcción de la Fase II del proyecto Ampliación Toromocho y el comienzo de la construcción de los proyectos Reposición Antamina, Zafranal y Corani.
- b. Respecto a los **sectores no mineros**, destaca el avance de las obras del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez con una inversión de USD 2 mil millones. La segunda pista de aterrizaje y la nueva torre de control entraron en operación el presente año. Por su parte, la construcción del nuevo terminal de pasajeros estaría concluida a fines de 2024.

Continúa la primera fase de la construcción del Terminal Portuario de Chancay cuya puesta en marcha se espera a fines de 2024 con una inversión de USD 1,3 mil millones. En 2024 también se concluiría la ampliación del muelle sur del Callao (Muelle del Bicentenario) con una inversión de USD 350 millones. Por su parte, continúan los avances de las obras de la Línea 2 del Metro de Lima en la cual se ha concluido el tramo I que une Santa Anita con la vía de Evitamiento y se ha empezado las obras de un ramal de la Línea 4. Por otro lado, Viettel Perú ganó la concesión de las bandas 2.3 GHz y AWS-3 para la conexión móvil y de internet con la tecnología 4G, con un compromiso de inversión de USD 600 millones para que más de 3 800 localidades cuenten con esta tecnología en un periodo de dos años.

Cuadro 23
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2024-2025

SECTOR	EMPRESA/CONSORCIO	PROYECTO
MINERÍA	Antamina	Reposición Antamina
	Zafranal	Zafranal
	Chinalco	Ampliación Toromocho Fase 2
	Bear Creek Mining	Corani
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Perú	Distribución de gas natural
ELECTRICIDAD	Huallaga Hydro	Planta Hidroeléctrica Huallaga I
	Luz del Sur	Planta Hidroeléctrica Santa Teresa II
	Hydro Global Perú	Planta Hidroeléctrica San Gabán III
INDUSTRIA	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
	Aceros Arequipa	Ampliación de capacidad de planta
	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
TRANSPORTE	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Cosco Shipping Ports Chancay	Terminal Portuario de Chancay I
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario San Nicolás (Marcona)
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte del Callao
	DP World Callao	Ampliación Muelle Sur del Callao
TELECOMUNICACIONES	Viettel Perú	Servicios Móviles con tecnología 4G
	América Móvil Perú	Redes de fibra óptica

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





- c. Para el periodo 2024-2025, **Proinversión** reporta una cartera de USD 10,4 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.

Cuadro 24
PROYECTOS DE INVERSIÓN: POR CONCESIONES 2024-2025+
(Millones de USD)

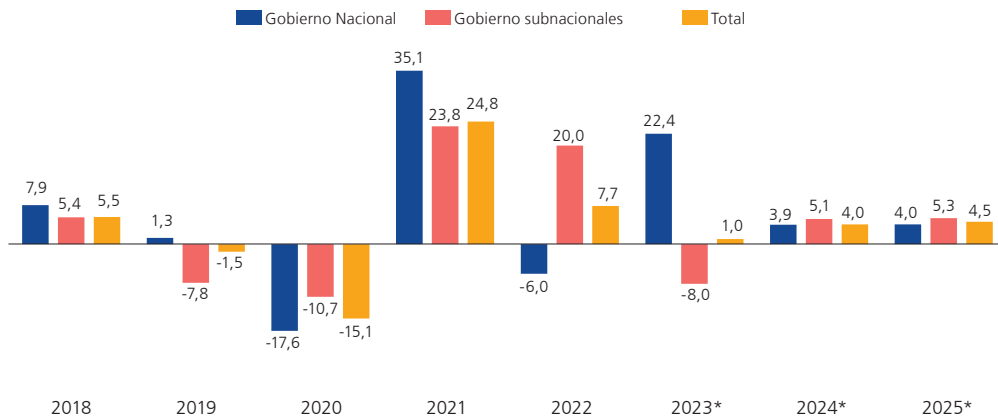
	Inversión estimada
Por adjudicar	10 441
Anillo Vial Periférico	2 380
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	914
Parque Industrial de Ancón	762
Proyecto Chinecas	650
Sistema hídrico integral del Valle Chancay - Lambayeque	619
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Trujillo	409
Terminal Portuario Marcona	405
Ferrocarril Huancayo Huancavelica	340
Grupo 1 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	337
Grupo 2 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	334
Obras de Cabecera para abastecimiento de agua en Lima (1era fase)	330
Colegios en Riesgo - Lima Metropolitana	255
Hospital Hipólito Unanue	250
Proyecto turístico Choquequirao	190
Operación y mantenimiento del hospital especializado de Cajamarca	176
Terminal Internacional de Chimbote	172
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales y Desaladora Paita y Talara	150
Colegios en Riesgo - Ate y San Juan de Lurigancho	140
Grupo 3 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	131
Nuevo Hospital Militar Central	116
Hospital Villa El Salvador - HEVES	114
Desaladora Ilo	110
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - San Martín	105
Grupo 4 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	98
Colegios en Riesgo - Comas y San Martín de Porras	91
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Puerto Maldonado	89
Centro de Convenciones de Lima	78
Colegios en Riesgo - Villa María del Triunfo	70
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Chíncha	70
Reforzamiento de Infraestructura, Equipamiento y Mantenimiento Colegios de Cusco	60
Masificación de uso del gas natural a nivel nacional - Concesión Suroeste	60
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cajamarca	56
Desaladora Lambayeque	49
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cusco	44
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cañete	33
Saneamiento Rural Loreto	26
Gestión Integral y Manejo de Residuos Sólidos en Establecimientos de Salud	24
Operación y Mantenimiento del Instituto Nacional del Niño	16
Teleférico Cerro San Cristóbal	16

Fuente: Proinversión.

44. La **inversión pública** se contrajo 1,0 por ciento interanual en el periodo enero-setiembre de 2023, debido a que el dinamismo en los proyectos a cargo del gobierno nacional fue superado por la caída en los gastos de los gobiernos subnacionales.

Por ello, se reduce la proyección de crecimiento de la inversión pública de 1,5 a 1,0 por ciento para 2023. La estimación continúa asumiendo que el crecimiento de la inversión del gobierno nacional será mayor a la caída de la inversión de los gobiernos subnacionales que usualmente se observa en el primer año de mandato de las autoridades locales. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento para la inversión pública en 4,0 por ciento y en 2025 se espera crezca 4,5 por ciento.

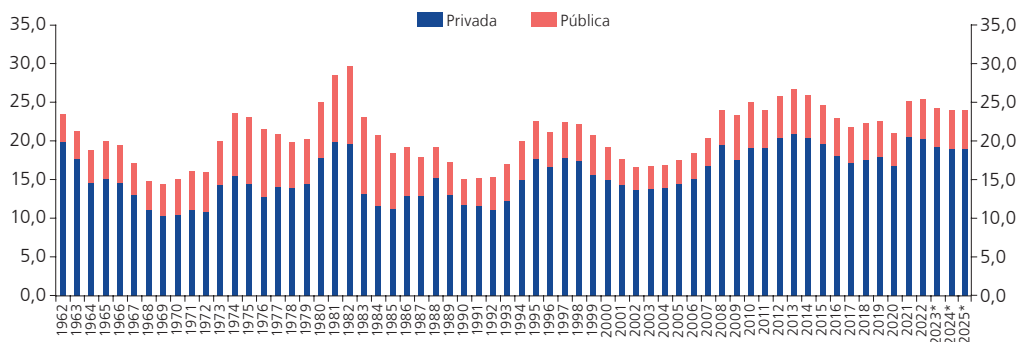
Gráfico 44
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación % real anual)



Nota: La inversión pública está compuesta por la inversión del Gobierno Nacional, de los Gobiernos subnacionales y la inversión de las empresas públicas no financieras.
* Proyección.
Fuente: BCRP.

45. Se prevé que la **inversión bruta fija**, como porcentaje del PBI, se reduzca de 25,3 a 23,0 por ciento entre 2022 y 2023 debido a la caída de la inversión privada, y se estima que se mantendrá alrededor de dicho nivel en el horizonte de proyección. Para que la inversión se recupere es necesario preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apunten a la productividad de la economía y un mayor crecimiento del PBI potencial.

Gráfico 45
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2025
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.





Recuadro 1

CHOQUES QUE AFECTARON LA ECONOMÍA PERUANA EN 2023

Los choques son eventos poco anticipados que tienden a distorsionar el normal desempeño de una economía. En este apartado se identifica y mide los principales choques que afectaron a la economía peruana en 2023. Se estima que el impacto de estos choques podría alcanzar hasta 2,7 puntos porcentuales del PBI, lo cual explica la contracción de la actividad observada a lo largo del presente año. Este escenario no era del todo previsible a principios del año, ya que algunos de estos choques han tenido un impacto mayor al esperado. A continuación, se presenta un recuento de los principales choques y se estima el impacto de cada uno de ellos en la economía peruana.

Descripción de los choques

Este año el país ha sufrido los embates de choques climáticos, epidemiológicos, económicos y sociales. Estos han sido:

a) Sequía

La sequía en la región andina, de agosto 2022 a diciembre 2022, fue un evento climático de alto impacto. Debido a su agricultura de secano, dependiente del ciclo de lluvias, liderada mayoritariamente por pequeños y medianos productores del sector que proveen al mercado interno más del 62 por ciento de la oferta agrícola.

La sequía registrada a fines del año pasado afectó la campaña grande de la sierra en el primer semestre de 2023. En este periodo, se redujo la producción de papa, maíz, quinua, pastos y forrajes y otros productos andinos, provenientes principalmente de los departamentos de Cusco y Puno. Esta sequía, de gran magnitud, se caracterizó por un déficit acumulado de lluvias de 45,6 por ciento en la sierra sur durante el periodo de agosto a diciembre de 2022. Un evento semejante ocurrió durante el Fenómeno de El Niño de 1982-83, que generó un déficit de lluvias de 50 por ciento en la sierra sur⁵, siendo una de las sequías más severas de los últimos 40 años.

b) Gripe aviar

En noviembre de 2022 entra, por primera vez al Perú, el virus H1N5, conocido como influenza o gripe aviar. Por ello, en 2023 se ralentizó la actividad avícola (carne de ave y huevos). Este choque de oferta sucedió cuando el sector se recuperaba de un choque de demanda por la pandemia del COVID-19 (marzo 2020 – octubre 2022).

El virus ingresó a través de aves silvestres en su ruta migratoria de norte a sur del continente americano (Estados Unidos, México, Colombia, Ecuador y Perú), en una ola de gripe o influenza aviar procedente a su vez de Europa. Para proteger la actividad avícola de este virus altamente patógeno, el Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria (Senasa), declaró emergencia sanitaria hasta diciembre de 2023, fecha de término del programa de vacunas contra la gripe aviar aplicado desde mayo de 2023. Esta medida fue aplicada con éxito en otros países como México y Ecuador.

La población aviar más vulnerable a nivel comercial fue el sector informal (que representa alrededor del 20 por ciento) y las aves de traspatio (domésticas). En contraste, en la industria avícola formal (que

5 Ministerio de Agricultura (1992) Primer compendio estadístico agrario 1950-91, Lima: Ministerio de Agricultura - Oficina de Estadística Agraria, diciembre de 1992.

representa aproximadamente 80 por ciento de la oferta), se logró minimizar el riesgo de expansión del virus, y a la fecha no hay registro de casos.

c) Conflictos sociales

Durante los primeros meses del año, se observaron conflictos sociales en hasta seis regiones del país, que tienen una participación conjunta de 17,6 por ciento en el PBI nacional⁶. Estos conflictos se iniciaron en diciembre de 2022 y se extendieron incluso hasta abril. Durante este periodo, los conflictos se caracterizaron por bloqueos de carreteras y movilizaciones sociales que afectaron actividades como comercio, construcción, transporte –entre otros servicios– e incluso minería (que tuvo problemas para abastecerse de insumos y transportar su producción debido al bloqueo del corredor minero del sur).

La mayor intensidad de los conflictos se observó en enero. Ello se refleja en el alto número de vías interrumpidas por protestas⁷ (incluyendo el corredor minero del sur). En febrero y marzo, los conflictos estuvieron focalizados en las regiones de la sierra sur (Arequipa, Cusco, Puno y Apurímac) y, con el tiempo, las protestas perdieron frecuencia e intensidad. Hacia abril, las medidas de protesta se centraron en Puno, aunque sin registrarse una paralización total de su economía.

d) El Niño

Las anomalías cálidas debido a El Niño costero empezaron en el mes de febrero y continúan hasta la fecha, con intensidad fuerte. Es así como el 16 de marzo, la Comisión Multisectorial encargada del Estudio Nacional del Fenómeno “El Niño” (EFEN) emitió una alerta de El Niño costero. Este choque climatológico ha perjudicado principalmente a los sectores agropecuario y pesca.

En lo concerniente al sector pesca, las anomalías cálidas traen consigo menor disponibilidad de anchoveta, por alteraciones en su ciclo reproductivo, menor alimento (fitoplancton) y profundización de la especie, lo que dificulta su captura. Aunque, dichas anomalías traen abundancia de otras especies, como pota, jurel y caballa, esto no compensa las pérdidas en la pesca industrial (ya que también hay pérdidas en manufactura primaria, por menor elaboración de harina y aceite de pescado). Las anomalías también han provocado que no haya primera temporada de pesca en la zona norte-centro, por la amplia presencia de juveniles (71 por ciento en número y 60 por ciento en peso).

En cuanto al sector agropecuario, a diferencia de 2017, El Niño costero 2023 ha afectado una mayor área (toda la costa), y ha registrado un mayor periodo de altas anomalías cálidas (más de diez meses); con ausencia de la estación de invierno, necesaria para el desarrollo productivo de los frutales (arándanos, uvas, paltas, y mangos), que se encuentran focalizados en gran medida en la costa norte. También fueron afectados otros productos de la costa norte (arroz, limón, caña de azúcar y algodón) y del resto de la costa (papa, aceituna, uva y algodón).

Adicionalmente, El Niño costero también afecta a los sectores no primarios. La ausencia de temperaturas frías durante el invierno perjudicó la industria textil, pues no se concretaron las ventas esperadas para la temporada otoño-invierno. En el sector construcción, la incertidumbre respecto al arribo de El Niño costero de magnitud fuerte explicaría en parte las menores inversiones privadas. Esta situación se

6 Tomando en cuenta datos de PBI según departamentos de 2021.

7 79 vías bloqueadas el 19 de enero (“Toma de Lima”), según ProVías Nacional. En febrero se registró un máximo de 43 vías bloqueadas en un solo día y en marzo, 25.





suma a la lentitud de las obras de prevención del gobierno⁸, la reducción de los ingresos familiares, el agotamiento de las obras de autoconstrucción durante la pandemia y las expectativas pesimistas acerca de la evolución de la economía.

e) Confianza empresarial

La inversión privada está estrechamente vinculada al nivel de confianza que tienen los empresarios respecto a las condiciones de mercado y a la estabilidad de sus negocios. En un entorno caracterizado por una alta incertidumbre, las expectativas empresariales tienden a deteriorarse. Este escenario conduce a que las empresas pospongan procesos de inversión, generando a su vez un menor crecimiento en la producción.

Los sucesivos eventos que experimentó la economía peruana a lo largo de 2023 han impactado negativamente la confianza empresarial, medida a través de las expectativas de las empresas en relación con el sector en el que operan en los próximos tres meses.

f) Menores exportaciones no tradicionales

A lo largo del año se registraron menores exportaciones principalmente de productos textiles y químicos. En el caso de los productos textiles, las menores exportaciones responden a la menor demanda de Estados Unidos debido a los altos inventarios y menor consumo en dicho país. Con respecto a los productos químicos, la reducción de las exportaciones se debe a la menor demanda de países latinoamericanos (principal destino de exportación) y exceso de inventarios de sus clientes finales.

g) Menores inversiones sub nacionales

Entre enero y noviembre de 2023 la inversión pública subnacional se redujo 9,8 por ciento en términos reales, por la menor inversión de los gobiernos locales. Esta disminución de la inversión está vinculada al cambio de autoridades en enero de 2023. La evidencia sugiere que las autoridades que recién asumen funciones tienden a ejecutar un menor presupuesto público, ya que requieren de un periodo de aprendizaje, o porque optan por no dar continuidad a los proyectos de la gestión anterior.⁹

Medición del impacto económico

Para calcular el impacto de la sequía, la gripe aviar, los conflictos sociales, El Niño costero, las menores exportaciones no tradicionales y la menor inversión pública, se formularon escenarios contrafactuales en los que la economía no experimentaba estos choques. Con ello, se pudo determinar el impacto por separado de cada uno de estos eventos.

En el caso de la medición del impacto de El Niño costero, la estimación incluye el impacto indirecto que se registra en cada sector. Se utilizaron los Cuadros de Oferta y Utilización (COU) de la economía peruana para estimar los multiplicadores de Leontief. Con ello, se toma en cuenta como un sector afecta a otro a través de la disminución en sus requerimientos de insumos. La menor demanda de

8 Al 4 de diciembre, se registra un 41,4 por ciento de ejecución del Gasto de Emergencia – Fenómeno El Niño (según Consulta amigable), y un 68,4 por ciento de avance en la ejecución del Fondo para Intervenciones ante la Ocurrencia de Desastres Naturales -FONDES (mientras que los gobiernos subnacionales tienen una ejecución de cerca de 52 por ciento).

9 En el recuadro: “La inversión pública subnacional y el ciclo de cambio de autoridades” del Reporte de Inflación de setiembre de 2018 se analiza con más detalle este hecho. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2018/setiembre/ri-setiembre-2018-recuadro-5.pdf>

insumos termina por contraer la demanda de productos, generando así una contracción mayor a la inicialmente estimada (efecto multiplicador).

Para estimar el efecto de las expectativas empresariales en el PBI, se modeló inicialmente una relación entre la inversión privada y las expectativas. Posteriormente, se proyectaron dos escenarios de inversión privada utilizando dos proyecciones de expectativas, una con más información que la otra. El impacto sobre el PBI se determina como la diferencia entre los PBI asociados a cada trayectoria de inversión ¹⁰.

Tomando en cuenta todas estas especificaciones, se encuentra que los choques descritos tendrían un impacto de -2,7 puntos porcentuales del PBI de 2023. El choque que restaría más puntos a la economía peruana sería El Niño costero, seguido por los conflictos sociales de inicios de año.

IMPACTO DE LOS CHOQUES DE 2023 EN LA ECONOMÍA PERUANA

(pp. del PBI)

Choque	Impacto en PBI 2023 (pp.)
Sequías	-0,1
Gripe aviar	-0,1
Conflictos sociales	-0,8
El Niño costero	-1,1
Pérdida de confianza empresarial	-0,3
Menores exportaciones no tradicionales	-0,2
Menor inversión de gobiernos subnacionales	-0,1
TOTAL	-2,7

Comentarios finales

En 2023, una combinación de choques afectó a la economía peruana. Dichos choques explicarían la contracción económica de este año, que se estima en -0,5 por ciento en este Reporte.

La menor actividad se ha caracterizado por la caída de la demanda interna, asociado tanto con la desaceleración del consumo privado como con una menor inversión privada. Por el lado sectorial, se manifiesta en contracciones de la producción agropecuaria, de la pesca y su manufactura, de la construcción y de los servicios.

Las políticas públicas, que poseen cierto margen de maniobra para atenuar o contrarrestar una contracción económica, atenuaron parcialmente los impactos de los choques estudiados. Sin embargo, y a pesar de los mencionados esfuerzos, la magnitud de los choques determinaría una disminución en el PBI del año.

El presente escenario contractivo no era previsible a principios de año. Sin embargo, con la actualización continua de información, muchos de estos choques se fortalecieron y generaron un mayor efecto negativo en la economía. Por ello, sus impactos fueron incorporados progresivamente en las proyecciones que se publican periódicamente.

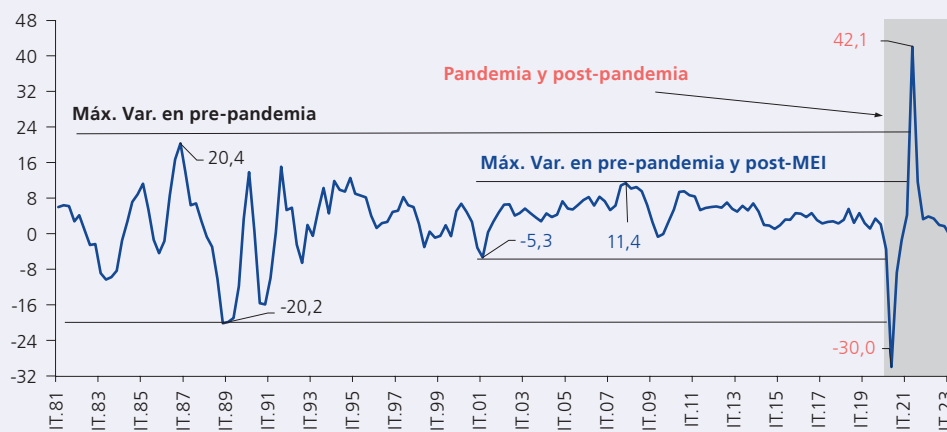
10 En el RI Junio de 2023 se esperaba que las expectativas estén por encima de las registradas en 2021, sin embargo, aún se encuentran (en promedio) por debajo de 2022.



Recuadro 2 FECHADO DEL CICLO ECONÓMICO

Luego del inicio de la pandemia de la COVID-19, se ha registrado un incremento notable de la incertidumbre macroeconómica y financiera a nivel global. En este contexto de mayor volatilidad, resulta desafiante identificar la posición de la economía en el ciclo económico para los periodos posteriores a la pandemia. Por un lado, las medidas de estabilización macroeconómica deben adecuarse a la posición de la economía en el ciclo económico. Por otro lado, el diagnóstico certero de cambios en el crecimiento tendencial es central para el diseño de medidas orientadas a mantener un crecimiento económico sostenible. En este Recuadro se estima el ciclo económico tomando como referencia el trabajo de Florián y Martínez (2019).¹¹

CRECIMIENTO DEL PBI (PERÚ, 1981-2023) (Var. % real respecto del mismo trimestre del año anterior)



Como se observa en el gráfico previo, el crecimiento del PBI peruano registra una variabilidad muestral sin precedentes durante la pandemia del COVID-19, debido al impacto inicial de la cuarentena y al posterior efecto rebote un año después. En particular, las tasas mínimas y máximas de crecimiento interanual (-30,0 y 42,1 por ciento) superan largamente los valores extremos desde que se tiene registro (-20,2 y 20,4 por ciento en el cuarto trimestre de 1986 y de 1988, respectivamente). Esta variación atípica registrada durante la pandemia hace que las metodologías habituales para descomponer el PBI entre ciclo y tendencia no sean las más adecuadas.¹²

Por ello, se incorporan dos ajustes metodológicos diseñados para modelar grandes incrementos de variabilidad muestral al trabajo de Florián y Martínez (2019). Estos ajustes se toman de Lenza y Primiceri (2019)¹³ y Holston, Laubach y Williams (2023)¹⁴, y consisten en:

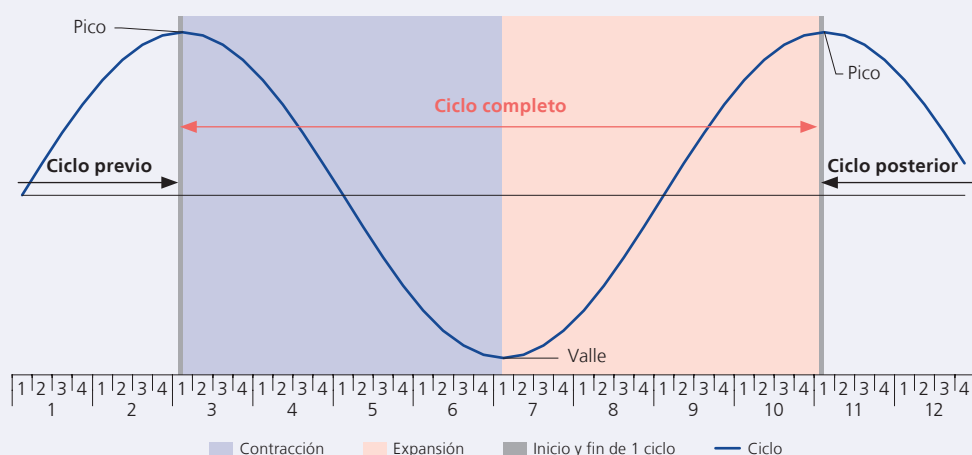
- 11 Florián, D. y Martínez, M., 2019. Identificación y fechado del ciclo económico en el Perú a partir de un modelo de componentes no observables: 1980-2018. *Revista Moneda*, (179), pp.25-30.
- 12 Por ejemplo, Clark, P., 1987. *The cyclical component of US economic activity*. *The Quarterly Journal of Economics*, 102(4), pp.797-814.
- 13 Lenza, M. y Primiceri, G., 2020. *How to Estimate a VAR after March 2020* (No. w27771). National Bureau of Economic Research.
- 14 Holston, K., Laubach, T. y Williams, J., 2023. *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19*. FRB of New York Staff Report, (1063).

- Ajuste de primer orden: corrección en los niveles del ciclo y de la tendencia del PBI de acuerdo con el Índice de Rigurosidad de Oxford, presentado en Ritchie y otros (2020).¹⁵
- Ajuste de segundo orden: incrementos discretos y pronunciados de volatilidad desde el primer trimestre de 2020.¹⁶

Ciclo económico

Como se muestra en el gráfico a continuación, se define como un ciclo económico completo al número de periodos que le toma al componente cíclico del PBI moverse desde un pico a otro. Asimismo, todo ciclo está compuesto por dos fases: contracción y expansión. El tránsito de un pico a un valle (punto más bajo del ciclo) se denominará contracción económica, mientras que el paso de un valle a un pico se denominará expansión económica.

DEFINICIONES DEL CICLO ECONÓMICO



De acuerdo con los resultados reportados en el siguiente gráfico y tabla, se identifican siete fases de expansión y contracción (ciclos económicos completos) desde 1980. Estos incluyen dos ciclos adicionales a los identificados por Florián y Martínez (2019). El último ciclo documentado por dichos autores corresponde al que inició en el cuarto trimestre de 2013 y que se mantenía en curso al momento de dicho estudio. En esta actualización, se estima que dicho ciclo duró 23 trimestres. Destaca que, así como en Florián y Martínez (2019), la economía peruana experimenta típicamente fases de expansión más prolongadas que las recesivas.

15 Ritchie, H., Mathieu, E., Rodés-Guirao, L., Appel, C., Giattino, C., Ortiz-Ospina, E., Hasell, J., Macdonald, B., Beltekian, D. y Roser, M., 2020. *Coronavirus pandemic (COVID-19)*. Our world in data. URL: <https://ourworldindata.org/covid-stringency-index>

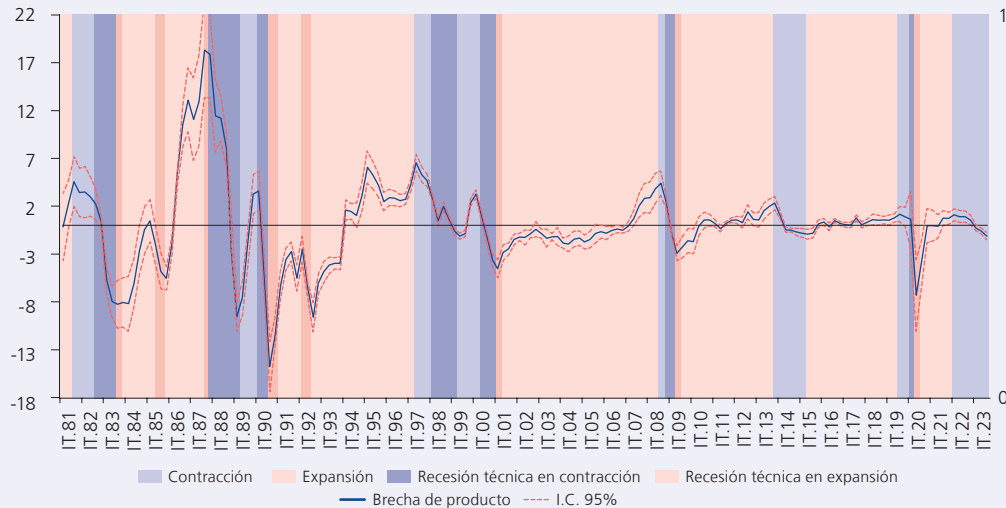
Los autores construyen un índice que busca cuantificar el grado de restricciones impuestas durante la pandemia. Así, dicho índice se elabora como una medida compuesta basada en nueve indicadores de respuesta, incluidos el cierre de escuelas, el cierre de lugares de trabajo y las prohibiciones de viajar. Este índice de rigurosidad oscila entre 0 y 100, donde 100 representa las mayores restricciones.

16 Una especificación que también aborda el fuerte aumento de la volatilidad de la pandemia se puede encontrar en: Pérez (2021). *Trend-Cycle Decomposition of GDP: A Flexible Filter*. BCRP, DT 2021-008.



CICLO ECONÓMICO, EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN

(Desvío porcentual respecto del PBI respecto de su tendencia)



La pandemia del COVID-19 añade un ciclo completo entre el tercer trimestre de 2019 (pico) hasta el cuarto trimestre de 2021. El valle de este ciclo se alcanzó en el segundo trimestre de 2020 cuando se registraron los efectos económicos más graves de la pandemia. Se estima que el último ciclo identificado, que corresponde a aquel en curso, inició en el primer trimestre de 2022 y se mantiene aún en fase de contracción.

FECHADO DEL CICLO ECONÓMICO

Ciclo	Periodo	Dur. (# de Trim.)
1	1981T3-1987T2	24
Contracción	1981T3-1983T2	8
Expansión	1983T3-1987T2	16
2	1987T3-1997T1	39
Contracción	1987T3-1990T2	12
Expansión	1990T3-1997T1	27
3	1997T2-2008T2	45
Contracción	1997T2-2000T4	15
Expansión	2001T1-2008T2	30
4	2008T3-2013T3	21
Contracción	2008T3-2009T1	3
Expansión	2009T2-2013T3	18
5	2013T4-2019T2	23
Contracción	2013T4-2015T1	6
Expansión	2015T2-2019T2	17
6	2019T3-2021T4	10
Contracción	2019T3-2020T1	3
Expansión	2020T2-2021T4	7
7	2022T1-...	7
Contracción	2022T1-...	7

Los resultados de estas estimaciones revelan que los conceptos de recesión técnica y contracción económica no son equivalentes. Se considera que una economía se encuentra en recesión técnica si

registra al menos dos trimestres consecutivos de caídas en el PBI desestacionalizado. Esta definición es simple, pero de alcance muy limitado. En primer lugar, no toma en cuenta la profundidad de la caída del producto. Por ejemplo, a la fecha se estima que solo en el primer trimestre de 2023 se habría registrado una reducción del PBI desestacionalizado (-1,3 por ciento) en el periodo de contracción económica actual, pero su magnitud ha conllevado que se observe tres trimestres consecutivos de caída ejecutada interanual en 2023. Atendiendo a este factor en el cuadro de fechados de ciclos económicos se incluye también el criterio de reducción interanual del PBI en por lo menos 2 trimestres consecutivos. Con ello, se identifica 10 periodos de recesión técnica desde la década de los ochentas.

FECHADOS DE RECESIONES TÉCNICAS BAJO DIFERENTES CRITERIOS

PBI real desestacionalizado ^{1/}			PBI real ^{2/}		
Recesión técnica	Periodo	Dur. (# de Trim.)	Recesión técnica	Periodo	Dur. (# de Trim.)
1	1981T4-1983T3	8	1	1982T3-1984T1	7
2	1985T2-1985T3	2	2	1985T3-1986T1	3
3	1987T4-1989T2	7	3	1988T1-1989T3	7
4	1990T1-1990T4	4	4	1990T3-1991T1	3
5	1992T1-1992T3	3	5	1992T2-1992T3	2
6	1998T1-1999T1	5	6	1998T4-1999T1	2
7	2000T2-2001T1	4	7	2000T4-2001T1	2
8	2003T3-2003T4	2			
9	2008T4-2009T2	3	8	2009T2-2009T3	2
10	2020T1-2020T2	2	9	2020T1-2020T4	4
			10	2023T1-2023T4	3

1/ Una recesión técnica es aquel periodo en el cual 2 o más trimestres la variación trimestral del PBI desestacionalizado es negativa.

2/ Una recesión técnica es aquel periodo en el cual 2 o más trimestres la variación interanual del PBI es negativa.

En segundo lugar, el concepto de recesión técnica tiene un alcance limitado al concentrarse solo en una variable. Por ejemplo, el comité de fechados del ciclo económico del National Bureau of Economic Research (NBER) define a una recesión como una disminución significativa de la actividad económica que se extiende por toda la economía y dura más de unos pocos meses. Por ello, se evalúan tres criterios: profundidad, difusión y duración.

En tercer lugar, el concepto de recesión técnica ignora la posición de la actividad económica en el ciclo económico. Así, se pueden observar recesiones técnicas tanto en la fase de contracción como de expansión del ciclo económico. Si bien es más probable identificar recesiones técnicas en la fase de contracción, éstas se han registrado tanto en la transición de contracción a expansión (recesiones técnicas 1, 4, 7, 8 y 9) como en expansiones económicas (recesiones técnicas 2 y 5). Asimismo, es importante mencionar que se pueden observar ciclos económicos completos sin recesión (*soft landing*), como ocurre con el quinto ciclo identificado (entre el cuarto trimestre 2013 y el segundo trimestre 2019). Esto último está usualmente asociado a elevadas tasas de crecimiento potencial.

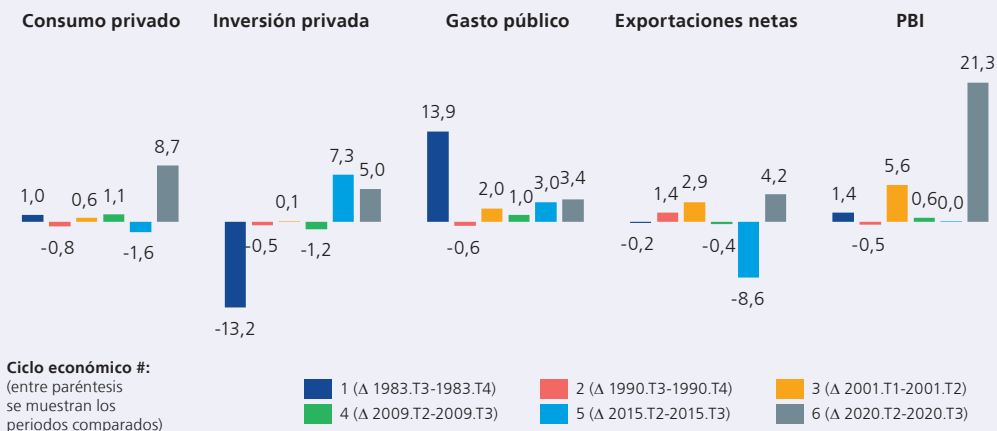
Por otro lado, resulta importante destacar que los periodos de recuperación de los ciclos económicos identificados suelen consolidarse de forma gradual. Esto ocurre a medida que la economía se aleja de la fase de contracción y avanza en la fase de expansión, lo cual se refleja en un aumento progresivo de la actividad económica. Además, se observa que las tasas de crecimiento del PBI en los primeros trimestres de la fase de expansión han estado impulsadas principalmente por el consumo privado. Esto se ha observado en varios ciclos económicos, en los cuales este componente del gasto privado ha contribuido de forma importante a la aceleración del crecimiento registrada entre el primer y el segundo trimestre



de las expansiones en los ciclos 1, 3, 4 y 6.¹⁷ En menor medida, el gasto público también ha contribuido en los ciclos 1, 3, 4, 5 y 6. Finalmente, la inversión privada ha tenido un rol positivo en la aceleración del crecimiento de los últimos 2 ciclos económicos completos (5 y 6), lo cual ha estado en línea con la mejora de la confianza empresarial en dichos periodos (incrementos de 3 y 19 puntos porcentuales, respectivamente, en el índice de expectativas empresariales sobre la economía un año hacia adelante).

FASE INICIAL DE LOS PERIODOS DE RECUPERACIÓN DEL CICLO ECONÓMICO

(Contribuciones porcentuales a la aceleración del crecimiento: segundo trimestre vs primer trimestre de recuperación)



Es importante destacar que las recesiones técnicas y las contracciones económicas presentan implicancias de política monetaria notablemente diferenciadas. Si bien hay un vínculo entre estas definiciones, la conexión es compleja y puede llevar a errores de interpretación. Ello es particularmente evidente al observar recesiones en la fase de expansión del ciclo e incluso ciclos económicos sin la presencia de recesiones técnicas. El concepto relevante para una autoridad monetaria corresponde a las fases del ciclo económico más que al de recesión técnica. Esto debido a que las contracciones o expansiones económicas tienen un vínculo directo con la demanda agregada y por lo tanto con la inflación. Consecuentemente, es la identificación del ciclo económico el ejercicio que resulta central para el diseño apropiado y oportuno de la política monetaria.

La actualización del ejercicio de descomposición del PBI entre ciclo y tendencia –con los ajustes necesarios para tratar los efectos de la pandemia– permite identificar siete ciclos económicos desde 1980. Así se identifica al inicio del ciclo económico actual en el segundo trimestre de 2022, el cual aún seguiría en una fase contractiva.

17 Por ejemplo, en el ciclo 6, la tasa de variación interanual del PBI pasó de -30,0 a -8,7 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2020 (respectivamente, primer y segundo trimestre de la fase de expansión). De la diferencia de 21,3 puntos porcentuales entre ambas tasas, el consumo privado explicó 8,7 puntos porcentuales.

Recuadro 3

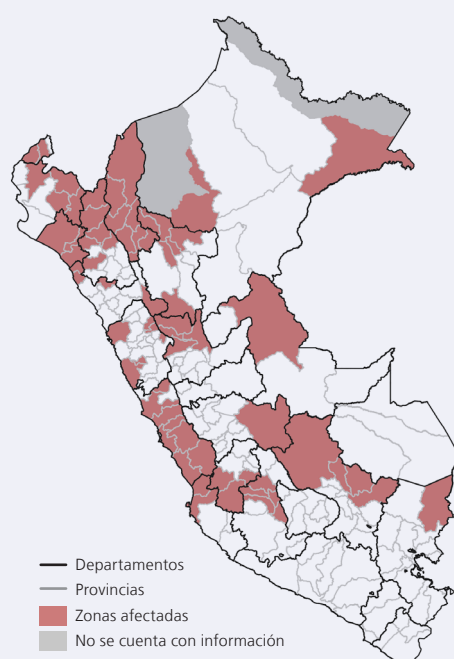
EL FENÓMENO EL NIÑO COSTERO 2017 Y LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES PERUANOS

En este Recuadro se explora la vulnerabilidad de los hogares peruanos a eventos climáticos extremos, utilizando como referencia el Fenómeno El Niño (FEN) Costero de 2017.¹⁸ En particular, se comparan las principales características socioeconómicas de los hogares en las provincias más afectadas en el contexto del FEN con los hogares menos afectados, y se analiza la relación de este evento con la probabilidad de un hogar de encontrarse en situación de pobreza.

Caracterización socioeconómica de las provincias más afectadas por el FEN

Para clasificar a los hogares según su exposición al FEN de 2017, se utiliza el Índice Estandarizado de Precipitación (SPI) a 3 meses del Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú (SENAMHI) a nivel provincial. El SPI es una medida estandarizada que permite identificar condiciones de déficit y exceso de precipitación acumulada. Por ejemplo, un SPI a 3 meses con un valor de 2,5 en marzo de 2017 indica que el nivel de precipitación acumulada de enero a marzo de ese año estaba 2,5 desviaciones estándar por encima de la media histórica de la distribución.

PROVINCIAS MÁS AFECTADAS POR EL FEN 2017



Fuente: SENAMHI – SPI.

Departamento	Población total afectada	Población total	N. prov. más afectadas	N. prov. total	%
Amazonas	417 365	417 365	7	7	100
Ancash	552 094	1 139 115	6	20	30
Apurímac	0	424 259	0	7	0
Arequipa	0	1 460 433	0	8	0
Ayacucho	376 590	650 940	5	11	45
Cajamarca	666 023	1 427 527	5	13	38
Callao	0	1 046 953	0	1	0
Cusco	382 650	1 315 220	4	13	31
Huancavelica	85 508	367 252	3	7	43
Huánuco	234 850	759 962	4	11	36
Ica	399 995	893 291	2	5	40
Junín	225 618	1 316 894	1	9	11
La Libertad	299 588	1 888 972	4	12	33
Lambayeque	1 244 821	1 244 821	3	3	100
Lima	9 960 866	10 135 009	8	10	80
Loreto	194 481	981 897	2	6	33
Madre de Dios	0	161 204	0	3	0
Moquegua	0	182 017	0	3	0
Pasco	0	272 136	0	3	0
Piura	737 059	1 929 970	4	8	50
Puno	56 720	1 226 936	1	13	8
San Martín	488 022	862 459	6	10	60
Tacna	0	349 056	0	4	0
Tumbes	183 274	234 698	2	3	67
Ucayali	418 055	548 998	1	4	25
Total	16 923 579	31 237 384	68	194	35

Según la convención, un SPI por encima de 2,0 implica condiciones “extremadamente húmedas”, es decir, precipitaciones muy por encima de lo normal (ver McKee y otros, 1993)¹⁹. Por ello, se utiliza este criterio para identificar a los hogares más expuestos al FEN, lo que es consistente con que el evento

18 El FEN Costero de 2017 fue provocado por un aumento en la temperatura superficial del mar en la región Niño 1+2 del océano Pacífico (frente a las costas ecuatorianas y norperuanas) desde diciembre de 2016 a abril de 2017. Esto trajo consigo precipitaciones anómalas durante 2017, principalmente en el primer semestre del año.

19 McKee, Thomas B.; Doesken, Nolan J. y Kleist, John. (1993) *The relationship of drought frequency and duration to time scales*. Eighth Conference on Applied Climatology.





de 2017 se manifestó principalmente en la forma de lluvias anómalas. En específico, se considera que una provincia fue más afectada por el FEN Costero de 2017 si experimentó condiciones húmedas extremas ($SPI3 \geq 2$) en algún mes del primer semestre de 2017.²⁰ Así, de un total de 194 provincias,²¹ 68 provincias en 18 departamentos habrían sido las más afectadas por el FEN.

La anterior cifra indica que, utilizando un límite exigente para caracterizar anomalías en las precipitaciones acumuladas, alrededor de 35 por ciento de las provincias en Perú (54 por ciento de la población según el Censo de 2017) estuvo fuertemente expuesto al FEN de ese año. Esto incluye provincias de todas las regiones naturales, incluidas andinas y de la selva.²² Sin embargo, esto no significa que el resto de las provincias y hogares habría estado totalmente protegido frente a las lluvias anómalas. Por ejemplo, aparte de las 68 provincias más afectadas, otras 108 provincias tuvieron un SPI a 3 meses mayor a 1,0 y menor que 2,0 en algún mes del primer semestre, lo que indica anomalías moderadas o severas respecto a la media histórica. De allí que en este Recuadro se opte por usar la terminología “provincias más afectadas”.

Al analizar las características de las viviendas, se observa que, a nivel nacional, los hogares situados en provincias más afectadas por el FEN de 2017 tenían un mayor acceso a servicios básicos y entorno físico con relación a sus pares de las provincias menos afectadas. En efecto, estos hogares mostraban mayores tasas de acceso a alcantarillado y electricidad, así como en material adecuado de paredes, techos y pisos.

No obstante, estas diferencias podrían ser solo el reflejo de que las provincias más afectadas están situadas principalmente en la costa y el norte del país, donde hay un mayor nivel de desarrollo económico en comparación con provincias altoandinas y del sur. Si se comparan las características de las provincias más y menos afectadas solo de regiones en la costa norte, se observa que la mayoría de las diferencias pasan a ser no significativas, aunque los hogares de las provincias más afectadas sí tendrían menor acceso a alcantarillado y menor calidad de las paredes exteriores de la vivienda.

CARACTERÍSTICAS DE LAS VIVIENDAS A NIVEL NACIONAL, CENSO 2017

(En puntos porcentuales)

A nivel nacional	Provincias más afectadas	Provincias menos afectadas
Acceso a agua por red pública	90,3	90,5
Alcantarillado por red pública	72,2	60,5
Acceso a alumbrado eléctrico	90,0	85,2
Material adecuado en las paredes exteriores	74,5	55,9
Material adecuado en los techos	92,6	91,1
Material adecuado en los pisos	75,6	59,8
Solo Tumbes, Piura, Lambayeque y La Libertad	Provincias más afectadas	Provincias menos afectadas
Acceso a agua por red pública	88,9	87,9
Alcantarillado por red pública	76,1	78,9
Acceso a alumbrado eléctrico	88,2	88,8
Material adecuado en las paredes exteriores	43,9	55,4
Material adecuado en los techos	93,7	91,9
Material adecuado en los pisos	59,0	60,5

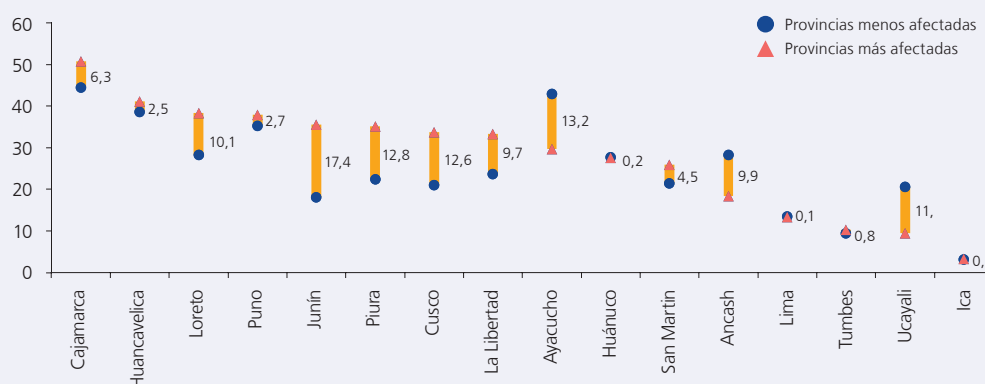
Nota: Las provincias más afectadas son las que tuvieron un SPI a 3 meses mayor a 2,0 durante el primer semestre de 2017, indicando condiciones “extremadamente húmedas”. El material adecuado en las paredes exteriores se refiere a ladrillo, cemento o madera; en techos a concreto, madera, tejas o plancha de calamina; y en pisos, a parquet, láminas, losetas, madera o cemento.
Fuente: Censo Nacional de Hogares de 2017.

- 20 Si bien el FEN también propició condiciones secas en algunas zonas andinas, para este Recuadro solo se considera como afectadas a las que sufrieron de precipitaciones anómalas.
- 21 Para las provincias de Datem del Marañón y Putumayo, del departamento de Loreto, no se cuenta con información del SPI, por lo que no se consideran en el análisis.
- 22 Si bien los casos más notorios fueron las provincias de la costa norte donde se registraron inundaciones, un FEN Costero suele cambiar la dinámica de precipitaciones a lo largo del territorio nacional.

Por su parte, el Mapa de Pobreza Provincial 2018 del INEI permite comparar a las provincias en términos de la incidencia de pobreza monetaria. Las estimaciones de la tasa de pobreza se basan en información del Censo de 2017 y la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHOG) de 2017 y 2018. Al comparar la diferencia en las tasas de pobreza promedio entre las provincias de un mismo departamento, se observa que, en la mayoría de los casos, las provincias más afectadas por el FEN mostraban mayores niveles de pobreza que sus contrapartes.

Resaltan los casos de Piura y La Libertad, dos de las regiones de la costa norte más impactadas por el FEN, y donde las provincias más sensibles a las precipitaciones tenían, en promedio, una tasa de pobreza 10 puntos porcentuales mayor a la de sus contrapartes menos impactadas. El departamento de Lambayeque no se analiza debido a que todas sus provincias fueron impactadas por el FEN.

DIFERENCIA EN LA TASA DE POBREZA MONETARIA PONDERADA ENTRE LAS PROVINCIAS MÁS Y MENOS AFECTADAS POR EL FEN 2017
(En puntos porcentuales)



Nota: 1/ El cálculo de la pobreza ponderada utiliza la población total de cada provincia como ponderador, tomando en consideración si se trataron de provincias afectadas o no.
2/ Se debe considerar que, en los departamentos de Amazonas y Lambayeque, todas las provincias fueron afectadas; en tanto, en los departamentos de Apurímac, Arequipa, Callao, Madre de Dios, Moquegua, Pasco y Tacna, ninguna de las provincias fue afectada. Por tanto, se omiten del análisis.
Fuente: SENAMHI – SPI. INEI – Mapa de pobreza 2018. INEI – Censo Nacional de Hogares de 2017.

Fenómeno El Niño y cambios en la situación de pobreza

Para analizar la relación del FEN con la situación de pobreza de los hogares, se estima si vivir en una provincia afectada por el FEN de 2017 se asocia con un cambio en la probabilidad de encontrarse en situación de pobreza. Para ello, se usan datos de la ENAHOG en su versión panel de 2016 a 2018. Las estimaciones utilizan el panel para estos tres años al ser los más relevantes para el evento: 2016 es el año previo al FEN, en donde no se debería registrar ningún efecto de este, 2017 fue el año del impacto, y 2018 fue el año inmediatamente posterior, donde la ejecución de los proyectos de reconstrucción estaba aún en fase inicial.

En específico, se utiliza un modelo probabilístico donde la variable dependiente Y_{it} toma el valor de 1 siempre que el hogar sea pobre en el año t y 0 de otro modo. La especificación Probit modela la probabilidad condicional de que Y_{it} sea igual a 1 (equivalente a la esperanza condicional de Y_{it}) con la función de distribución acumulada normal estándar de la siguiente forma:

$$\Pr(Y_{it} = 1 | X_t, X_{t-1}, FEN_{1718}) = \mathbb{E}[Y_{i,t} / X_t, X_{t-1}, FEN_{1718}] = \Phi(X'_{it}\beta + X'_{it-1}\beta + \gamma FEN_{1718})$$

En esta especificación, se incluye un grupo de variables de control del mismo periodo (X_t), así como características del año anterior (X_{t-1}). Dado que la pobreza monetaria es una condición persistente,





una de las variables incluidas en este último vector es la condición de pobreza del año anterior (Y_{it-1}). Esto permite capturar la variabilidad en la situación de pobreza que se debe a la persistencia de esta condición. Otras variables tomadas en cuenta abordan características demográficas y de capital humano del jefe del hogar, además de choques que pudo experimentar el hogar.

No obstante, la variable principal de interés en el análisis es la variable FEN_{17-18} , que toma el valor de 1 si el hogar se encontraba en una de las provincias más afectadas por el FEN en los años 2017 y 2018, y 0 de otro modo. Dado que ninguna provincia fue afectada por el FEN en 2016, la variable toma el valor de 0 para todos los hogares ese año. La clasificación de las provincias más afectadas se realiza nuevamente en función del valor del SPI a 3 meses durante el primer semestre del año, con el corte de 2 desviaciones estándar. De tal forma, un valor positivo y significativo de $\hat{\gamma}$ indicaría que residir en una zona más expuesta al FEN cuando ocurrió el evento (2017 y 2018) se correlaciona con una mayor probabilidad de ser pobre en comparación a 2016, cuando no hubo FEN, y a las provincias menos afectadas en 2017 y 2018.

Los resultados muestran que un hogar que vivía en una provincia afectada por humedad extrema el FEN tenía aproximadamente 1,4 puntos porcentuales más de probabilidad de ser pobre el siguiente año, en comparación de los hogares que habitan en provincias no expuestas y de los hogares cuando no había FEN. Este resultado es robusto y significativo entre las dos especificaciones presentadas. Así, utilizando la Especificación 2, se encuentra que mientras un hogar en un año sin FEN o en una zona menos afectada por FEN tiene una probabilidad de 14,8 por ciento de ser pobre, otro hogar en una zona expuesta tiene probabilidad de 16,2 por ciento.

PROBABILIDAD DE CAER O MANTENERSE EN LA POBREZA SEGÚN PRESENCIA DE FEN

(Efectos marginales)

	Especificación 1 2016 - 2018	Especificación 2 2016 - 2018
Fenómeno El Niño costero		
FEN_{17-18}	0,014*	0,014*
Persistencia de la pobreza		
$Pobre_{(t-1)}$	0,313***	0,314***
Características demográficas		
Edad (años) $_{(t-1)}$	-0,000	-0,000
Hombre $_{(t-1)}$	0,027***	0,027***
Miembros en el hogar $_{(t-1)}$	0,011***	0,011***
Número de hijos entre 0 y 5 años $_{(t-1)}$	0,048***	0,048***
Número de hijos entre 6 y 15 años $_{(t-1)}$	0,015***	0,015***
Capital humano		
Jefe del hogar ocupado	0,012	0,012
Años de educación $_{(t-1)}$	-0,010***	-0,010***
Discapacidad física $_{(t-1)}$	0,035***	0,035***
Choques		
Choque económico $_{(t)}$		-0,013
Choque de salud $_{(t)}$		0,004
Efectos fijos ^{a/}	✓	✓
Observaciones	16 162	16 162

a/ Incluyen variables dicotómicas por año, por área geográfica (urbano y rural) y por región natural (costa, sierra y selva).

* p-value<0,05; ** p-value<0,01; p-value<0,001.

Comentarios Finales

Las precipitaciones anómalas de los fenómenos de El Niño Costero fuerte o extremo afectan a un gran porcentaje de la población peruana. Tomando como referencia El Niño costero de 2017, alrededor del

54 por ciento de la población peruana habría estado en zonas con precipitaciones extremadamente por encima de la media histórica.

Si bien los hogares de las localidades más afectadas parecen tener mejor acceso a una vivienda adecuada a nivel nacional (lo que suele asociarse con mejores condiciones de vida y capacidad económica), dentro de un mismo departamento estos hogares suelen ser más pobres. Además, la exposición al FEN eleva la probabilidad de que el hogar tenga un gasto inferior a la línea de pobreza en el periodo de tiempo inmediatamente cercano al evento climático.

Por ello, dada la extensión de los efectos de un FEN y su impacto sobre el bienestar de los hogares, una adecuada gestión de riesgos de desastres debería, además de invertir en infraestructura para la preservación de la vida y la resiliencia de las actividades económicas, contemplar también medidas de apoyo económico de emergencia debidamente focalizadas hacia los hogares más vulnerables frente al choque climático.



Recuadro 4**ESTIMACIONES DEL BALANCE OFERTA – DEMANDA EN EL SECTOR ELÉCTRICO 2023-2026**

La energía eléctrica es un insumo clave para la producción en todos los sectores económicos y su disponibilidad segura y oportuna es una condición fundamental para sostener el crecimiento económico. Por lo tanto, este Recuadro presenta estimaciones y proyecciones del Balance de Oferta y Demanda (BOD) del sector eléctrico. En particular, las proyecciones del margen de reserva²³ son útiles para analizar si existen riesgos de insuficiente generación eléctrica futura que pudiesen reflejarse en interrupciones en la provisión de dicho servicio o aumentos transitorios de los precios de generación en el mercado de corto plazo.

Por un lado, la oferta disponible es la capacidad de generación ajustada por la disponibilidad de insumos. En 2022 la potencia efectiva²⁴ del parque generador del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) fue 13 190 MW, pero la oferta disponible de generación fue de 8 906 MW. La diferencia se debe a que ciertas condiciones, principalmente climáticas, reducen la oferta, como el estiaje (que afecta a la generación hidroeléctrica, principalmente entre mayo y noviembre de cada año) y la disponibilidad de luz solar (que afecta a las centrales con energía solar), así como limitaciones en la capacidad de transporte del gas natural que utilizan las centrales térmicas y los mantenimientos de los diferentes tipos de centrales.²⁵

De otro lado, la máxima demanda es el nivel más alto de consumo de electricidad en un sistema eléctrico durante un periodo de tiempo específico. En 2022 la máxima demanda fue de 7 467 MW. Como esta cifra fue menor que la oferta disponible, el margen de reserva fue positivo en 1 439 MW. Dicho margen fue equivalente a 19,3 por ciento de la máxima demanda.

Para proyectar la oferta disponible y la demanda de electricidad para los próximos años se utiliza información sobre los proyectos de generación y previsiones de crecimiento de la actividad económica. Para la oferta disponible se considera un incremento acumulado (diciembre de 2026 frente a diciembre de 2022) de 2 801 MW (7,1 por ciento promedio anual). Este incremento considera 8 proyectos de generación reportados por el Comité de Operación Económica del SEIN (COES) que entrarían en operación en dicho periodo: 2 centrales hidroeléctricas, 1 central a petróleo y 4 centrales eólicas, sujetas a las condiciones de oferta mencionadas anteriormente. De otro lado, se considera un crecimiento previsto de la máxima demanda en el sector eléctrico de 2,2 por ciento promedio anual, lo que equivale a un incremento acumulado de 680 MW, el cual incluye la demanda de proyectos, así como un crecimiento promedio anual del PBI de 2,1 por ciento²⁶.

Con estos supuestos, se estima que el margen de reserva se mantendrá por encima del 30 por ciento en los próximos tres años. Esta trayectoria implica que, a menos que ocurran interrupciones en el suministro, transporte o distribución del gas natural o restricciones en las líneas de transmisión, no se prevé riesgo de interrupción o racionamiento en dicho periodo. No obstante, estos supuestos apuntan

23 El margen de reserva se calcula como la oferta disponible de generación menos la máxima demanda, expresada como porcentaje de la máxima demanda.

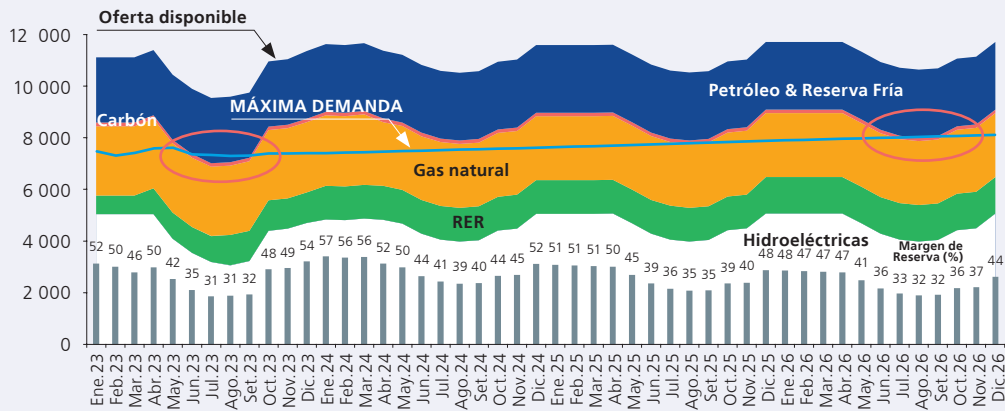
24 La potencia efectiva es la máxima oferta de potencia eléctrica en un instante determinado en condiciones óptimas de operación.

25 Cabe indicar que en el Perú el parque generador está constituido principalmente por fuente hidráulica (39 por ciento) y térmica a gas natural (GN) (32 por ciento). Las centrales que operan con petróleo representan 20 por ciento y las centrales con recursos energéticos renovables, 8 por ciento. El 1 por ciento restante de la potencia efectiva corresponde a centrales con carbón.

26 Se consideran las proyecciones de crecimiento del PBI de este Reporte de Inflación: -0,5 por ciento en 2023 y 3,0 por ciento anual en el periodo 2024-2026.

a que, en los meses de estiaje al final del horizonte de proyección, posiblemente sea necesario que la demanda sea atendida transitoriamente por centrales térmicas a petróleo (que tienen costos marginales más altos), lo cual se reflejaría en aumentos temporales del precio *spot* en dichos meses.²⁷ Cabe indicar que, en caso de que los periodos de estiaje sean más severos de lo previsto, el margen de reserva sería menor, lo cual podría llevar a una mayor frecuencia de despacho de las centrales más caras y, por tanto, mayores costos para los usuarios del servicio. Por ende, es importante continuar con la expansión gradual de la infraestructura eléctrica en forma acorde al crecimiento de la demanda.

ESTIMACIÓN DEL BALANCE DE OFERTA-DEMANDA DEL SECTOR ELÉCTRICO 2022-2026 (MW)



Nota: La participación de las centrales eólicas pasa 8 por ciento de la oferta disponible en 2012 a 12,1 por ciento en 2026. Esto se debe a que entran casi 700 MW en ese lapso.
Fuente: COES, BCRP. Elaboración: BCRP.

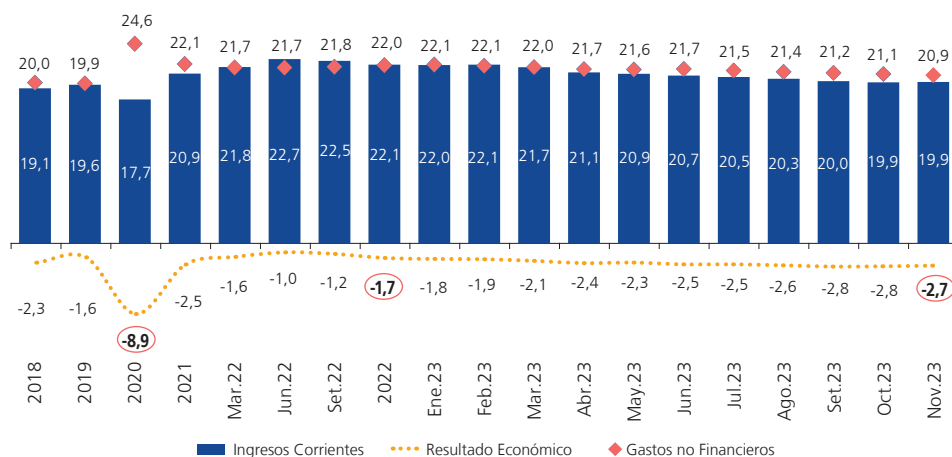
27 Otros periodos de estiaje considerados en el presente recuadro son: diciembre de 2022; y diciembre de 2023 a abril de 2024, considerando alteraciones por el fenómeno El Niño.



IV. Finanzas públicas

46. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses aumentó de 1,7 a 2,7 por ciento del PBI entre diciembre de 2022 y noviembre de 2023. Este incremento se debió fundamentalmente a la disminución de los ingresos corrientes del Gobierno General, aunque se vio atenuado, en parte, por la reducción del gasto no financiero como porcentaje del PBI.

Gráfico 46
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2018-2023
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Nota: El resultado económico se calcula como ingresos corrientes – gastos no financieros + otros (ingresos de capital y resultado primario de empresas estatales) – pago de intereses por deuda.
 Fuente: MEF, SUNAT y BCRP.

La reducción de los ingresos corrientes en términos del producto fue resultado principalmente de ingresos tributarios más bajos y, en menor medida, de la contracción de los ingresos no tributarios. La reducción de los ingresos tributarios se explica por la disminución de la demanda interna, la caída en el valor de las importaciones y precios de exportación más bajos. Según componentes, se registró una recaudación más baja del impuesto a la renta, en su mayoría de personas jurídicas domiciliadas y por regularización; así como del impuesto general a las ventas (IGV), particularmente el aplicado a las importaciones. Por su parte, entre los ingresos no tributarios destaca la menor recaudación por canon y regalías petroleras y gasíferas.

Si bien los gastos no financieros disminuyeron como porcentaje del producto, en términos nominales estos incrementaron. El incremento nominal de los gastos no financieros corresponde a los mayores gastos en: (i) remuneraciones, debido principalmente al aumento otorgado a los distintos regímenes laborales del sector público y por el pago de sentencias judiciales; (ii) bienes y servicios, como resultado del mayor gasto en el marco de los programas Con Punche Perú y Emergencia-FEN, así como por el aumento del gasto no vinculado a la emergencia sanitaria; y (iii) formación bruta de capital, por una mayor ejecución en las funciones Orden Público y Seguridad, Educación y Planeamiento, fundamentalmente en el Gobierno Nacional.

47. De acuerdo con la evolución observada a noviembre, se proyecta que el **déficit fiscal** sea de 2,5 por ciento del PBI en 2023 por la reducción de los ingresos fiscales, superior ligeramente en 0,1 p.p. al límite establecido por la regla fiscal de 2,4 por ciento del PBI (Ley N° 31541).

Para 2024 y 2025 se asume que el déficit en términos del producto se reduzca a 2,0 y 1,5 por ciento del PBI, respectivamente; de acuerdo con el tope establecido por la regla fiscal. Estas proyecciones consideran un incremento en los ingresos corrientes, impulsados por la recuperación de la actividad económica y la expansión del valor importado. Además, la proyección para 2024 contempla ingresos adicionales derivados de la venta de una empresa de electricidad, así como un mayor resultado primario de las empresas estatales hacia el final del horizonte de proyección (explicado, en parte, por la entrada en plena operación comercial de la Refinería de Talara).

Dada esta proyección de ingresos, se asume una programación del gasto acorde con los topes de déficit fiscal antes mencionados, los cuales consideran la disipación de los gastos extraordinarios incurridos por la pandemia y otros programas de naturaleza transitoria.

Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*		2024*		2025*	
		Noviembre ^{1/}	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	22,1	19,9	20,2	20,0	20,3	20,3	20,5
<i>Variación % real</i>	4,7%	-11,3%	-7,1%	-9,4%	3,6%	4,5%	4,6%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	22,0	20,9	20,9	20,7	20,8	20,7	20,5
<i>Variación % real</i>	-1,5%	-5,6%	-3,1%	-5,3%	2,3%	2,7%	2,7%
<i>Del cual:</i>							
<i>Gasto corriente</i>	15,9	15,6	15,6	15,4	15,4	15,3	15,0
<i>Variación % real</i>	-7,7%	-4,0%	-0,6%	-3,0%	2,1%	2,1%	2,0%
<i>Formación bruta de capital</i>	4,7	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,8
<i>Variación % real</i>	9,9%	-0,4%	1,1%	0,0%	3,1%	4,9%	4,9%
3. Otros 2/	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,1	-1,0	-0,8	-0,8	-0,3	-0,3	0,2
5. Intereses	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
6. Resultado económico	-1,7	-2,7	-2,4	-2,5	-2,0	-2,0	-1,5

^{1/} Los ratios en porcentaje del PBI y las variaciones porcentuales reales representan el acumulado en los últimos doce meses a noviembre.

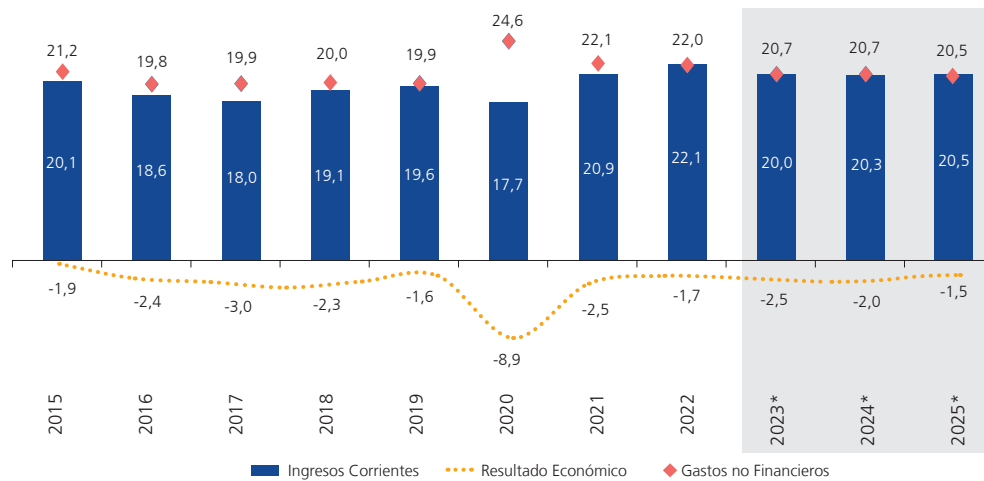
^{2/} Incluye ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación



Gráfico 47
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2025
 (Porcentaje del PBI)



Nota: El resultado económico se calcula como ingresos corrientes – gastos no financieros + otros (ingresos de capital y resultado primario de empresas públicas) - pago de intereses por deuda.
 * Proyección.
 Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

48. Se prevé que los **ingresos corrientes** muestren una contracción real de 9,4 por ciento en 2023 y como porcentaje del PBI representarán 20,0 por ciento, nivel inferior en 2,1 p.p. al registrado al cierre de 2022.

Esta disminución de los ingresos obedece, en primer lugar, al deterioro sostenido de la demanda interna y la caída en los precios de minerales de exportación (zinc y cobre) e hidrocarburos (gas natural) que han afectado negativamente los ingresos por impuesto a la renta, IGV, y de otros ingresos relacionados a los sectores minería e hidrocarburos. En segundo lugar, el menor valor de importaciones, especialmente de materias primas para la industria y combustibles, resultaría en una reducción del IGV aplicado a las importaciones. Por último, la aplicación de coeficientes de pagos a cuenta más bajos, el uso de saldos a favor del año previo y la disminución en la recaudación por regularización del impuesto a la renta, han contribuido a la caída en los ingresos por este concepto.

La revisión a la baja de la proyección para 2023 –de 20,2 a 20,0 por ciento del PBI– toma en cuenta el menor avance registrado hasta noviembre respecto al previsto en el Reporte de setiembre. Este ajuste recoge la revisión significativamente a la baja de la actividad económica, que se traduce en una menor previsión en la recaudación del impuesto a la renta e IGV interno. Asimismo, se considera el ingreso extraordinario de 2023 proveniente de la transferencia del Banco de la Nación al Tesoro Público realizada en noviembre.

Se proyecta que los ingresos corrientes se incrementen en 4,5 por ciento en términos reales en 2024 y se ubiquen en 20,3 por ciento del PBI. Esta evolución responderá en

mayor medida a la recuperación prevista de la actividad económica y el crecimiento de las importaciones, las cuales se traducirán en una mayor recaudación del impuesto a la renta, IGV e ISC. Por su parte, entre los ingresos no tributarios, se esperan mayores ingresos por contribuciones sociales, reflejo de la mayor creación de empleo.

Para 2024, se mantiene la proyección de ingresos respecto al Reporte anterior como porcentaje del PBI (20,3 por ciento), por otro lado, para 2025 se estima que los ingresos alcancen el 20,5 por ciento del producto, influenciados por mayores precios de los *commodities* y un mayor dinamismo del PBI primario, los cuales impactarán positivamente sobre el impuesto a la renta e IGV.

Cuadro 26
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*		2025*
		Noviembre ^{1/}	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,2	15,2	15,5	15,3	15,6	15,5	15,7
Impuesto a la renta	7,4	6,3	6,5	6,3	6,3	6,3	6,4
Impuesto General a las Ventas (IGV)	9,4	8,4	8,4	8,4	8,6	8,6	8,7
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8
Devolución de impuestos	-2,7	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,9	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8
Contribuciones sociales	2,0	2,0	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1
Recursos propios y transferencias	1,4	0,8	1,3	1,5	1,4	1,4	1,5
Canon y Regalías	1,0	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8
Resto	0,5	1,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
TOTAL	22,1	19,9	20,2	20,0	20,3	20,3	20,5

^{1/} Representa el acumulado en los últimos doce meses a noviembre.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gastos no financieros

49. Se proyecta que los **gastos no financieros** registren una reducción real de 5,3 por ciento en 2023, y como porcentaje del PBI se ubiquen en 20,7 por ciento, menor en 1,3 p.p. a lo observado en 2022. Esta disminución refleja principalmente una reducción en los gastos asociados al COVID-19, los menores requerimientos de honramiento de garantías estatales de crédito, los menores gastos devengados por el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles y por un efecto estadístico asociado al aporte de capital a Petroperú en 2022. Esta evolución sería compensada parcialmente por el mayor gasto en el marco de los programas Con Punche Perú y Emergencia-FEN, así como por el mayor gasto en remuneraciones, en línea con los datos ejecutados.

Para 2024 se espera un crecimiento del gasto de 2,7 por ciento en términos reales y que este se sitúe en 20,7 por ciento del PBI, cifra similar a la proyectada para



2023. En este crecimiento real se contempla un incremento de los gastos corrientes, especialmente en bienes y servicios y remuneraciones, en línea con las recientes disposiciones en materia salarial; así como en formación bruta de capital, luego del periodo de aprendizaje de las autoridades subnacionales. Para 2025, se espera que los gastos representen 20,5 por ciento del PBI, como resultado del retiro de medidas temporales adoptadas en años anteriores, principalmente en gastos corrientes.

El escenario base actual incorpora una ligera revisión a la baja en los ratios de los gastos no financieros para 2023 y 2024, aunque estos seguirán siendo superiores al nivel registrado antes de la pandemia (nivel promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI). Para 2023 se revisa de 20,9 a 20,7 por ciento del PBI debido a la revisión a la baja de los gastos corrientes, en particular en bienes y servicios y transferencias. Para 2024, se revisa de 20,8 a 20,7 por ciento del PBI, debido a una menor previsión de gastos corrientes, en un contexto de consolidación de las finanzas públicas y la culminación de los gastos en el marco de los programas Con Punche Perú.

Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*		2025*
		Noviembre ^{1/}	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
GASTO CORRIENTE	15,9	15,6	15,6	15,4	15,4	15,3	15,0
Gobierno Nacional	10,6	10,1	10,1	9,9	10,4	10,1	9,9
Gobiernos Regionales	3,6	3,8	3,7	3,8	3,4	3,5	3,4
Gobiernos Locales	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
GASTO DE CAPITAL	6,1	5,3	5,4	5,3	5,3	5,4	5,4
Formación Bruta de Capital	4,7	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,8
Gobierno Nacional	1,5	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	1,9
Gobiernos Regionales	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Gobiernos Locales	2,2	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
Otros	1,4	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
TOTAL	22,0	20,9	20,9	20,7	20,8	20,7	20,5
Gobierno Nacional	13,4	12,5	12,5	12,4	12,7	12,5	12,4
Gobiernos Regionales	4,6	4,8	4,8	4,8	4,4	4,6	4,5
Gobiernos Locales	4,0	3,6	3,7	3,6	3,7	3,6	3,6

^{1/} Representa el acumulado en los últimos doce meses a noviembre.

* Proyección

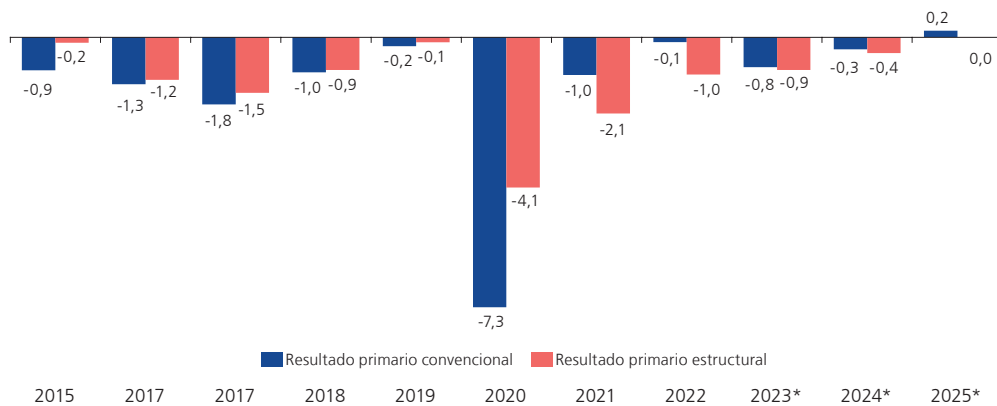
RI: Reporte de Inflación

Postura fiscal

50. El **resultado primario estructural** excluye los efectos sobre la recaudación y gastos del Gobierno de las decisiones discrecionales de la política fiscal y los componentes cíclicos

y transitorios que afectan la economía. Se estima que el déficit primario estructural será de 0,9 y 0,4 por ciento del PBI potencial para 2023 y 2024, respectivamente, ambos mayores al déficit estimado de 0,1 por ciento para 2019. Al final del horizonte de proyección se espera un resultado primario estructural nulo. La tendencia del déficit primario estructural refleja una reducción gradual de la posición fiscal expansiva, que se condice con el cierre de la brecha del producto hacia el final del horizonte de proyección.

Gráfico 48
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2025**
 (Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección.
 Nota: Para 2020, el resultado primario estructural se calcula con el PBI tendencial.
 Fuente: BCRP.

Financiamiento y deuda

- Respecto al Reporte de setiembre se incrementa la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2023, explicado principalmente por el mayor déficit fiscal nominal esperado. En relación con las **fuentes de financiamiento**, se prevé un incremento en el uso de depósitos públicos. En tanto, la proyección para 2024 se mantiene relativamente constante con respecto al Reporte previo.

Los requerimientos de financiamiento aumentarían en 2023 respecto al año anterior, debido al incremento en la amortización de la deuda interna y externa vinculado a la Operación de Administración de Deuda del segundo trimestre, así como al aumento del déficit fiscal.



Cuadro 28
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2022	2023*		2024*		2025*	
		Ene-Nov	RI Set.23	RI Dic.23	RI Set.23	RI Dic.23	RI Dic.23
I. USOS	20 639	36 420	49 493	50 124	31 939	32 075	26 003
1. Amortización	4 680	24 759	25 285	25 344	10 375	10 482	8 796
a. Externa	3 893	9 380	9 876	9 912	3 746	3 856	8 099
b. Interna	788	15 379	15 409	15 432	6 630	6 626	697
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	553	534	565	563	550	550	550
2. Resultado económico1/	15 959	11 661	24 209	24 780	21 564	21 593	17 207
II. FUENTES	20 639	36 420	49 493	50 124	31 939	32 075	26 003
1. Desembolsos y otros	14 974	34 008	45 209	36 907	31 017	32 664	26 676
a. Créditos externos	7 066	6 045	10 851	8 345	9 017	10 664	8 676
b. Bonos globales y soberanos	7 908	27 962	34 358	28 562	22 000	22 000	18 000
2. Variación de depósitos y otros2/	5 665	2 413	4 284	13 217	922	-589	-673

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta

Saldo de depósitos públicos

1/ Signo negativo indica superávit.

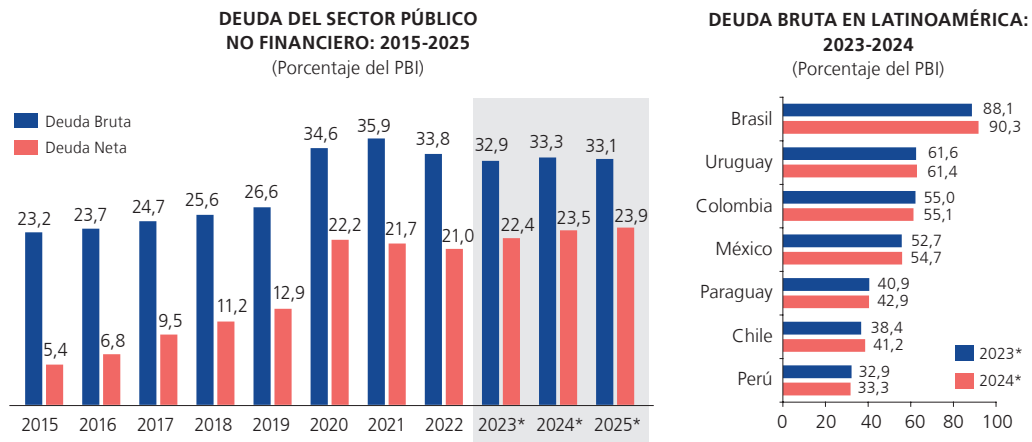
2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

52. En línea con la trayectoria proyectada de déficit fiscal, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se incrementaría de 21,0 a 22,4 por ciento del PBI entre 2022 y 2023 y se ubicaría en 23,9 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Se prevé que la **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasará de 33,8 a 32,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, para finalmente ubicarse en 33,1 por ciento al final del horizonte de proyección. Las proyecciones de la deuda bruta para 2023 y 2024 serían menores al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI, dispuesta por la Ley N° 31541.

Gráfico 49



* Proyección.

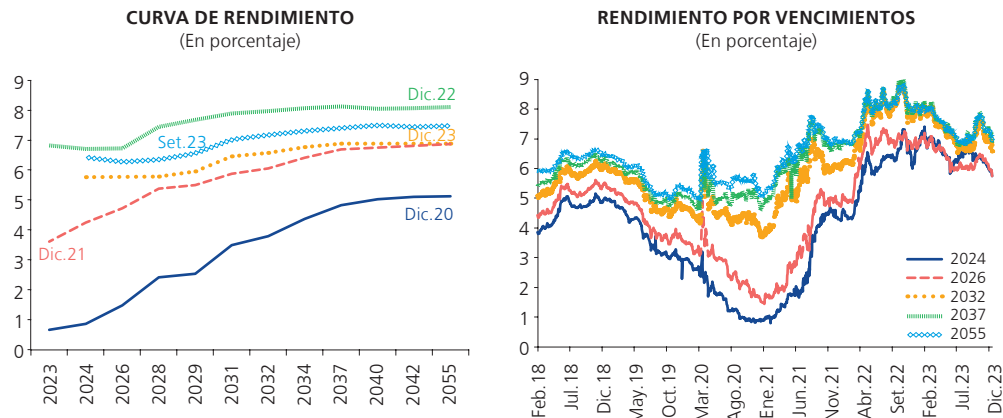
Fuente: BCRP y World Economic Outlook (octubre de 2023).

La diferencia entre el aumento de la deuda neta proyectada al 2025 y la disminución de la deuda bruta en dicho periodo obedece al manejo esperado de los depósitos

públicos cuyo porcentaje respecto al PBI se proyecta disminuiría. Las proyecciones fiscales y de endeudamiento muestran que se mantendría una posición fiscal sólida con uno de los niveles de deuda pública más bajos de la región.

- 53. La curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP), con tasa de interés fija en soles (soberanos), tuvo una reducción promedio de 53 puntos básicos entre setiembre y diciembre de 2023.

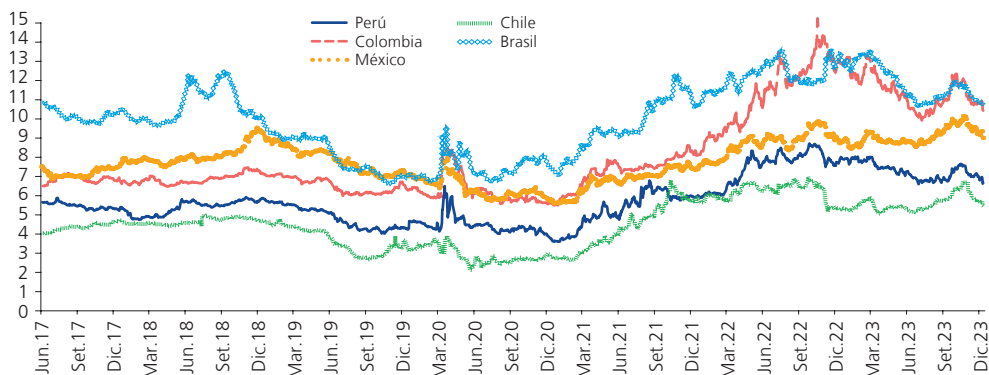
Gráfico 50



Al 15 de diciembre.
Fuente: MEF.

Durante el periodo analizado, se observa una reducción en el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años en moneda local en la mayoría de los países de la región. Específicamente, los bonos de Colombia y Brasil tuvieron la mayor reducción, en 142 y 82 puntos básicos, respectivamente. Por su parte, los bonos chilenos y mexicanos cayeron en 85 y 82 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, la tasa de rendimiento disminuyó de 7,23 a 6,68 por ciento entre el 30 de setiembre y el 15 de diciembre, respectivamente.

Gráfico 51
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)



Al 15 de diciembre.
Fuente: MEF y Reuters.

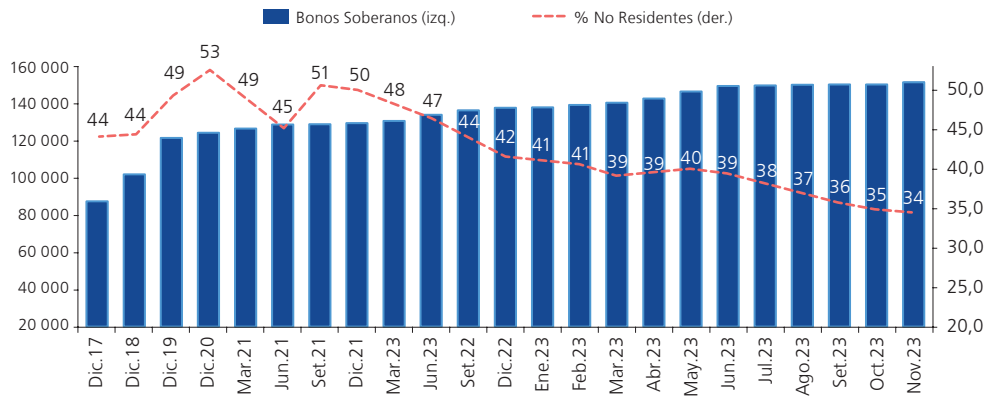




Las tasas de rendimiento de los bonos globales en dólares han experimentado una reducción en todos los tramos de la curva de rendimiento en lo que va del cuarto trimestre. En particular, el bono peruano a 10 años se redujo de 6,29 a 5,50 por ciento en un horizonte similar, mientras que la tasa de rendimiento del bono estadounidense se redujo de 4,57 a 3,93 por ciento.

El saldo de bonos soberanos, al 30 de noviembre, se ubica en S/ 151,6 mil millones, mayor en S/ 1,2 mil millones al saldo del 30 de setiembre. En el cuarto trimestre, los inversionistas no residentes son los principales ofertantes de bonos, mientras que los bancos destacan por el lado de la demanda. La participación de los inversionistas no residentes ha continuado con su tendencia decreciente, ubicándose en 34,2 por ciento del total de bonos al 30 de noviembre.

Gráfico 52
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de soles y porcentaje)



*Información al 30 de noviembre.

Nota: Para el cálculo de la participación de No Residentes en las tenencias de bonos soberanos, hasta febrero de 2021 se excluye los bonos indexados a la inflación, *Global Depository Notes* (GDN) y transacciones en Euroclear de no residentes. A partir de marzo de 2021, se incluye los bonos soberanos nominales y VAC y se excluye los GDN.

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

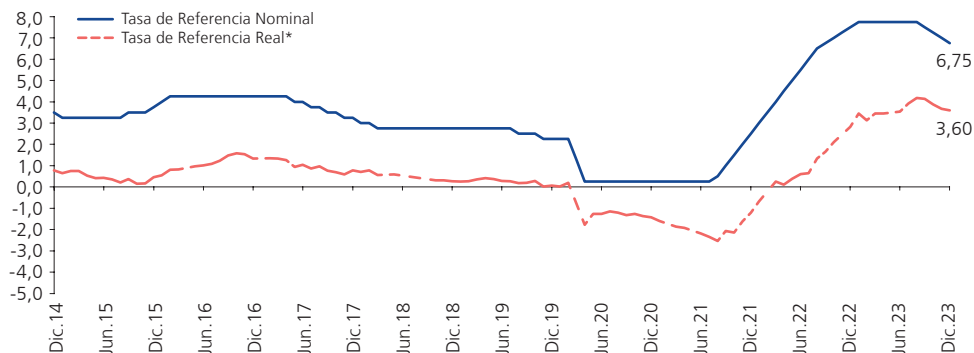
V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

54. Entre setiembre y diciembre 2023, el Directorio del BCRP decidió reducir la tasa de referencia en 25 puntos básicos en cada oportunidad, con lo cual la tasa de interés de referencia pasó de 7,75 a 6,75 por ciento. La comunicación de estas decisiones enfatizó que ello no necesariamente implica un ciclo de reducciones sucesivas en la tasa de interés. Asimismo, se señaló que futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Como antecedente, el Directorio del BCRP elevó la tasa de interés de referencia desde agosto de 2021 hasta ubicarse en 7,75 por ciento en enero de 2023, en respuesta al incremento significativo de la inflación a nivel global ocurrido desde 2021. Luego, entre febrero y agosto decidió mantener dicha tasa inalterada. Finalmente, entre setiembre y diciembre, la tasa de interés de referencia acumula un recorte de 100 puntos básicos.

Gráfico 53
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

55. Las decisiones de política monetaria entre octubre y diciembre de 2023 tomaron en consideración que:



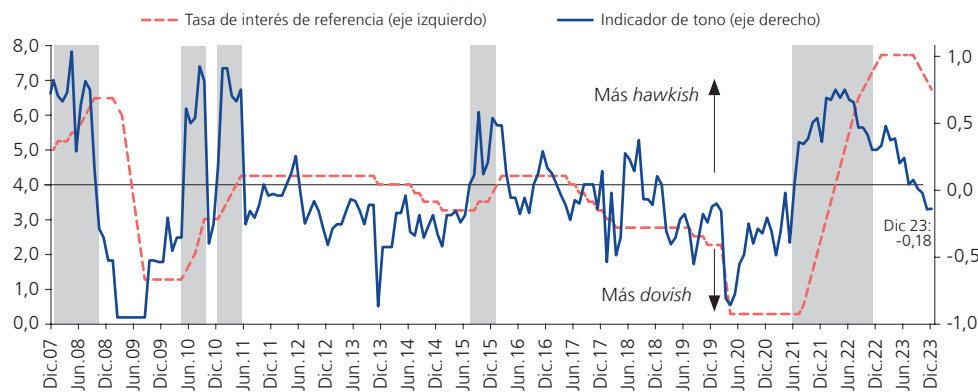


- Entre setiembre y noviembre de 2023, la tasa de inflación a doce meses se redujo de 5,04 por ciento a 3,64 por ciento y la tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses disminuyó de 3,61 por ciento a 3,09 por ciento. Ambos indicadores vienen disminuyendo desde inicios de 2023, pero continúan ubicándose por encima del límite superior del rango meta (entre 1 y 3 por ciento).
- Luego del aumento significativo de las tasas de inflación a nivel global desde la segunda mitad de 2021, en la mayoría de países se observa una tendencia decreciente durante el año. En el caso peruano, se observa una tendencia decreciente más marcada desde junio, a medida que se disipan algunos de los efectos transitorios en la inflación por restricciones en la oferta de ciertos alimentos.
- Se proyecta que la inflación interanual alcance el rango meta dentro de los próximos meses, y que la inflación interanual sin alimentos y energía se encuentre dentro del rango meta a fines de 2023. Esto se explicaría por la moderación del efecto de los precios internacionales de varios rubros, la reversión de choques de oferta en el sector agropecuario y la reducción proyectada en las expectativas de inflación. Sin embargo, existen riesgos asociados a factores climáticos provenientes principalmente del Fenómeno El Niño.
- Entre setiembre y noviembre de 2023, las expectativas de inflación a doce meses disminuyeron de 3,38 a 3,15 por ciento, pero se ubicaron aún por encima del límite superior del rango meta de inflación.
- Los indicadores adelantados y de expectativas sobre la economía en noviembre muestran resultados mixtos, manteniéndose la mayoría aún en el tramo pesimista. La actividad económica y la demanda interna han sido afectadas por choques derivados de los conflictos sociales y el Niño costero, los que han tenido un impacto mayor a lo esperado.
- Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial apuntan hacia una moderación en un contexto de menores presiones inflacionarias. Adicionalmente, subsiste el riesgo global por los efectos de los conflictos internacionales y un menor crecimiento de China.

El BCRP ha realizado los ajustes necesarios a su posición de política monetaria para asegurar que las expectativas de inflación regresen al rango meta en un horizonte de tiempo razonable, en respuesta al incremento significativo de la inflación a nivel global ocurrido principalmente entre 2021 y 2022, en particular por el incremento de los precios internacionales de alimentos y energía. En ausencia de una respuesta oportuna, el banco central habría tenido que adoptar una política monetaria más restrictiva para poder recuperar la credibilidad respecto al control de inflación. En dicho escenario, los incrementos en la tasa de interés de referencia necesarios para dicho control hubiesen sido mayores y, en consecuencia, el potencial impacto sobre la actividad económica hubiese sido también mayor.

56. Con respecto al tono y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP en noviembre y diciembre se ubicó en sus niveles más bajos de todo 2023. Desde setiembre de 2023, este índice es compatible con una posición de política monetaria *dovish*.

Gráfico 54
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(Porcentaje y valor del índice)



* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva (*hawkish*), mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva (*dovish*). Las áreas sombreadas corresponden a períodos de subida de la tasa de interés.
Fuente: BCRP. La metodología está basada en Vega, M. y Lahura, E. (2020). "Assessing central bank communication through monetary policy statements: Results for Colombia, Chile and Peru", DT. N° 2020-017, BCRP.

Operaciones Monetarias

57. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario. Para ello, entre el 1 de setiembre y el 30 de noviembre de 2023, el BCRP esterilizó liquidez en neto por S/ 4 802 millones, lo que comprende el vencimiento neto de Repo de Valores (S/ 4 686 millones), la amortización de Repo de Cartera con Garantía Estatal (S/ 1 634 millones), la colocación neta de CDR BCRP (S/ 1 548 millones), el vencimiento neto de Repo de Monedas (S/ 1 435 millones), el vencimiento neto de Subastas de Depósitos del Tesoro Público a plazo (S/ 307 millones) y el vencimiento de Repo de Cartera (S/ 20 millones). Estas operaciones fueron parcialmente compensadas por el vencimiento neto de Depósitos a Plazo y *Overnight* (S/ 2 421 millones), la liquidación de las compras de Bonos del Tesoro Público (S/ 1 761 millones) y el vencimiento neto de CD BCRP (S/ 645 millones).

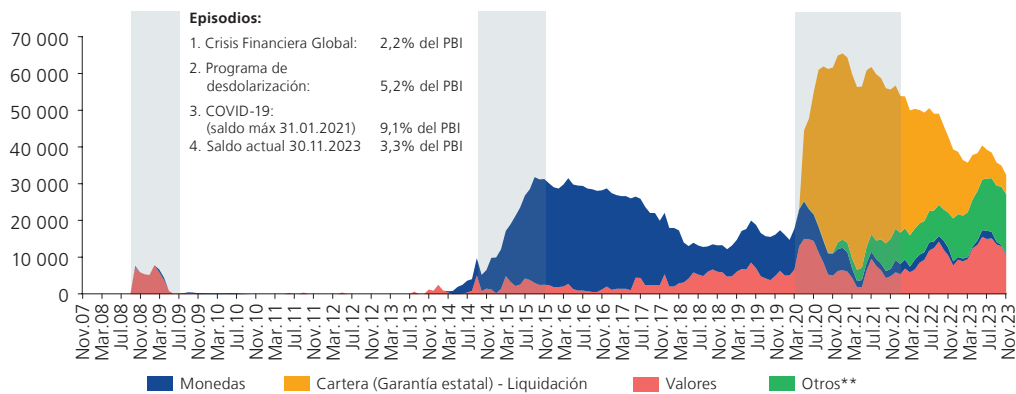
Como resultado de lo anterior, el saldo total de operaciones de inyección se ubicó en S/ 32 431 millones al 30 de noviembre de 2023, mientras que el saldo de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP y CDR BCRP) fue S/ 35 040 millones a la misma fecha. Por su parte, los saldos de Subastas de Depósitos del Tesoro Público y de liquidación de compras de Bonos del Tesoro Público fueron de S/ 6 538 millones y S/ 10 095 millones al cierre de noviembre, respectivamente. Todas estas operaciones contribuyen a mantener un nivel adecuado de liquidez estructural,



lo que conlleva a que la tasa de interés interbancaria se ubique sobre su nivel de referencia.

En términos del PBI nominal, al cierre del mes de noviembre, el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 3,3 por ciento del PBI, del cual S/ 5 285 millones corresponden a Repo de Cartera con Garantía Estatal.

Gráfico 55
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



* Al 30 de noviembre de 2023.

** 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.

Fuente: BCRP.

Con fines de regulación monetaria, el BCRP ha realizado compras de Bonos del Tesoro Público (BTP) en el mercado secundario con vencimientos hasta 2040 desde marzo de 2023. Así, el incremento acumulado en el año, al 21 de diciembre, de las tenencias de valores emitidos por el Tesoro Público en el mercado secundario, valuados a su precio de adquisición, asciende a S/ 4 456 millones. Este monto considera las compras de BTP en el mercado secundario (S/ 5 262 millones) menos la liquidación de bonos globales en junio pasado (S/ 806 millones). Cabe señalar que el monto máximo para el incremento anual de las tenencias de estos títulos se establece en el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP y asciende a S/ 4 650 millones, que equivale al 5 por ciento de la base monetaria del cierre del año precedente.

58. En cuanto al Balance del Banco Central, se observa un ligero cambio tanto en su tamaño como en su composición. Por un lado, el saldo de las operaciones de reporte se redujo de 9,9 a 7,4 por ciento de los activos netos del BCRP entre agosto y noviembre de 2023. Por otro lado, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP disminuyó de 27,3 por ciento en agosto de 2023 a 25,6 por ciento a noviembre, mientras que la de los depósitos del sistema financiero se incrementó de 21,4 a 22,1 por ciento en el mismo periodo. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) redujeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 13,9 por ciento en agosto de 2023 a 13,5 por ciento en noviembre del mismo año; el circulante, asimismo, aumentó su participación ligeramente de 24,0 por ciento a 24,1 por ciento entre el cierre de agosto y noviembre de 2023.

Cuadro 29
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.21	Dic.22	Ago.23	Nov.23
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	84,6%	87,5%	87,3%	89,2%
	(USD 78 495 mills.)	(USD 71 883 mills.)	(USD 71 853 mills.)	(USD 71 751 mills.)
Repos	14,8%	10,8%	9,9%	7,4%
Bonos soberanos	0,6%	1,7%	2,7%	3,4%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	26,0 %	28,5%	27,3%	25,6%
En moneda nacional	23,9%	24,9%	21,6%	20,2%
En moneda extranjera	2,1%	3,6%	5,7%	5,4%
2. Depósitos totales del sistema financiero	22,2%	22,0%	21,4%	22,1%
En moneda nacional	3,9%	4,3%	4,1%	4,6%
En moneda extranjera	18,4%	17,7%	17,3%	17,5%
3. Instrumentos del BCRP	11,8%	9,6%	13,9%	13,5%
CD BCRP	3,9%	4,0%	11,2%	11,0%
CDR BCRP	0,4%	0,0%	0,1%	0,6%
CDV BCRP	3,4%	4,2%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	3,2%	1,1%	2,2%	1,5%
Depósitos overnight	0,9%	0,4%	0,4%	0,3%
4. Circulante	22,6%	25,5%	24,0%	24,1%
5. Otros*	17,4%	14,4%	13,6%	14,7%

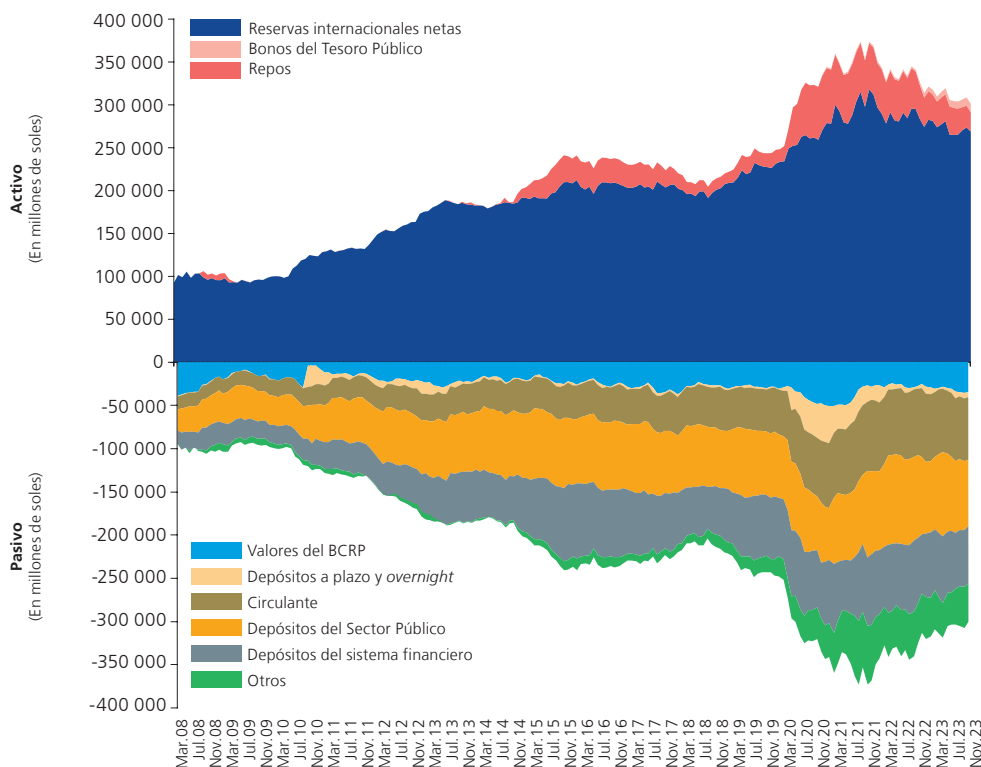
* Incluye patrimonio y otras cuentas.

** Información al 30 de noviembre de 2023.

Fuente: BCRP.

En consecuencia, en noviembre de 2023 los activos del BCRP ascienden a S/ 300 781 millones, equivalente a 30,4 por ciento del PBI, menor al observado al cierre de 2022 (33,3 por ciento).

Gráfico 56
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2008-2023



Fuente: BCRP.



**Mercados financieros**

59. Las tasas de interés en moneda nacional disminuyeron en el cuarto trimestre de 2023, en línea con la reducción de la tasa de referencia del BCRP desde 7,50 por ciento en setiembre hasta 6,75 por ciento en diciembre. Los segmentos de crédito de menor riesgo crediticio, y los depósitos de empresas bancarias a plazos mayores a 30 días, reflejaron en mayor magnitud la flexibilización en las condiciones monetarias en soles.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Jun.23	Set.23	Dic.23	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	2,6	8,1	8,2	7,6	6,9	3,8
TIPMN	2,3	1,0	1,1	3,0	3,9	4,0	3,6	2,3
FTIPMN	1,5	0,1	1,0	3,7	3,7	3,6	3,3	2,3
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	1,9	7,4	7,8	7,4	6,8	3,5
Personas	1,6	0,2	0,7	3,7	3,3	2,8	2,8	2,4
Empresas	2,3	0,0	1,9	7,4	7,8	7,4	6,8	3,5
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	2,2	7,5	8,1	7,7	6,8	3,7
Personas	1,8	0,5	0,8	3,7	5,4	7,1	6,1	2,1
Empresas	2,8	0,2	2,2	7,8	8,3	7,9	7,0	3,8
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	2,4	7,6	8,1	7,5	6,5	3,8
Personas	2,3	0,5	0,9	4,8	7,2	7,2	6,1	2,7
Empresas	3,1	0,3	2,6	8,5	8,8	7,9	7,1	4,1
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	2,9	7,6	7,7	7,1	5,8	4,1
Personas	3,3	1,3	2,9	6,9	7,3	6,2	5,1	3,8
Empresas	3,3	0,4	2,9	7,8	7,9	7,7	6,2	4,2
CTS	2,2	1,9	2,3	2,6	2,6	2,5	2,3	3,1
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	3,1	9,2	9,3	8,6	7,7	4,6
TAMN	14,4	12,1	11,2	14,5	15,7	16,0	15,9	15,7
FTAMN	18,2	17,6	20,9	28,3	28,9	28,7	29,2	21,1
Corporativos	3,8	2,5	3,2	8,9	9,1	8,7	8,2	5,3
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	10,6	10,6	10,6	10,2	6,9
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,8	14,1	14,5	14,0	13,5	10,3
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	19,3	22,5	22,8	22,5	22,7	20,3
Microempresas	31,3	30,1	32,3	36,3	37,9	38,3	37,7	32,8
Microempresas 3/	44,5	22,6	38,8	39,3	42,0	42,7	44,2	40,1
Consumo	40,9	39,5	41,8	49,6	52,3	54,5	56,3	42,6
Consumo 3/	43,1	41,5	40,4	47,7	50,4	52,7	54,0	44,9
Hipotecario	7,0	6,4	6,9	9,9	9,6	9,2	9,1	8,4

1/ Tasas en términos anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

2/ Promedios desde Setiembre 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.

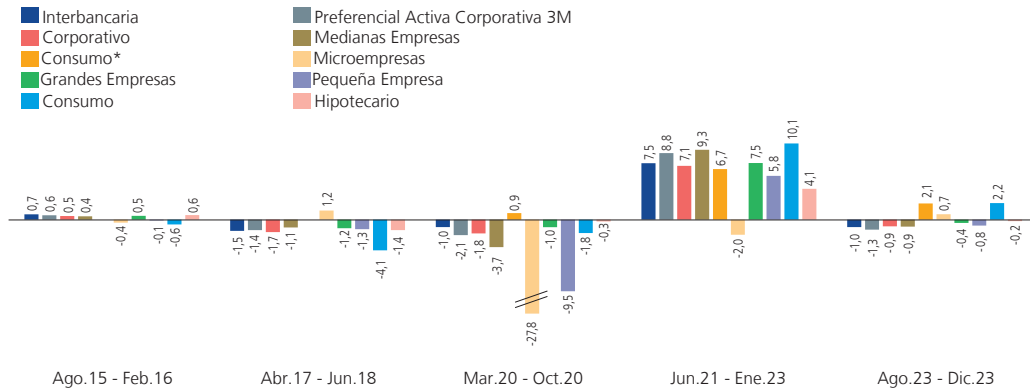
3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 15 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

Las tasas de interés preferenciales activas y pasivas, las mismas que son altamente representativas del mercado y las condiciones financieras de las empresas bancarias, y que absorben con mayor rapidez los cambios en la tasa de interés de referencia, disminuyeron en el cuarto trimestre de 2023. Así, entre setiembre y diciembre, las tasas de interés activas y pasivas a plazos entre *overnight* y doce meses acumulan reducciones promedio de 73 y 54 puntos básicos, respectivamente. Por plazos, la mayor reducción en el trimestre se presenta en la tasa activa a tres (93 puntos básicos) y a doce meses (90 puntos básicos). Los *spreads* entre la tasa activa preferencial a 3, 6 y 12 meses respecto a la tasa de referencia se ubican por debajo de los niveles prepandemia.

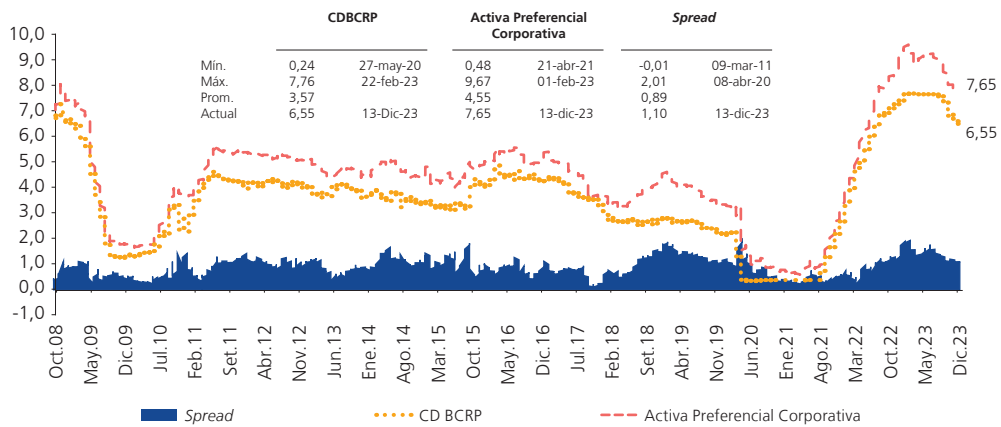
Gráfico 57
VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN SOLES
 (En puntos básicos)



* Corresponde al promedio del sistema financiero.
 Al 15 de diciembre.
 Fuente: BCRP y SBS.

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses en diciembre (1,10 por ciento) ha descendido desde uno de los niveles más altos alcanzados en los últimos dos años (1,93 por ciento en febrero de 2023). En este contexto, el BCRP continúa realizando operaciones a través de emisiones de CD BCRP a plazos más largos y colocaciones de repos.

Gráfico 58
TASAS DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y CD-BCRP A 3 MESES
 (En porcentaje)



Al 15 de diciembre.
 Fuente: BCRP y SBS.

Por segmento de crédito, las tasas de interés de la mayoría de los segmentos bajaron entre setiembre y diciembre de 2023. El sector de microempresas, medianas empresas y corporativo de las empresas bancarias destacan con las mayores reducciones en sus tasas de interés (67, 49 y 49 puntos básicos, respectivamente). De otro lado, los

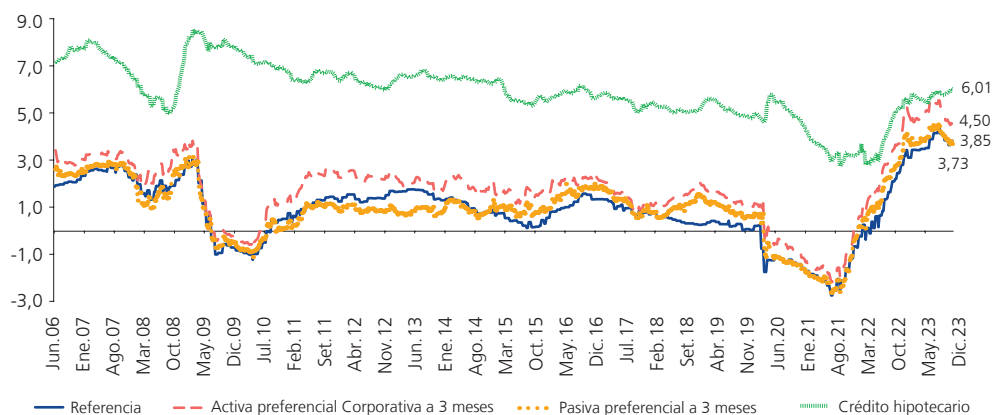


segmentos de consumo y microempresas del sistema financiero presentan los mayores incrementos en sus tasas de interés (141 y 126 puntos básicos, respectivamente) por la mayor morosidad en dichos segmentos y al aumento en las tasas de interés máximas aplicables desde el 1 de noviembre (desde 82,94 a 101,86 por ciento). En el mismo horizonte, la tasa de interés del sector hipotecario disminuyó de 9,2 a 9,1 por ciento, respectivamente, mientras que la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años disminuyó de 7,2 por ciento en setiembre a 6,7 por ciento en diciembre, en línea con la reducción en la tasa de rendimiento del bono americano a 10 años (64 puntos básicos).

En el caso de las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias, todas descendieron en el cuarto trimestre de 2023, principalmente las tasas de las empresas. Por tipo de depositante, las tasas de interés pagadas a personas y empresas disminuyeron en un promedio de 82 y 92 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las tasas preferenciales corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses disminuyeron en promedio 54 puntos básicos

Las tasas de interés reales en moneda nacional registran menores niveles en el cuarto trimestre de 2023, en línea con la reducción de las expectativas de inflación y las tasas de interés nominales. Así entre setiembre y diciembre de 2023 la tasa de referencia en términos reales disminuyó en 29 puntos básicos, mientras que las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a 90 días bajaron en 72 y 49 puntos básicos, respectivamente.

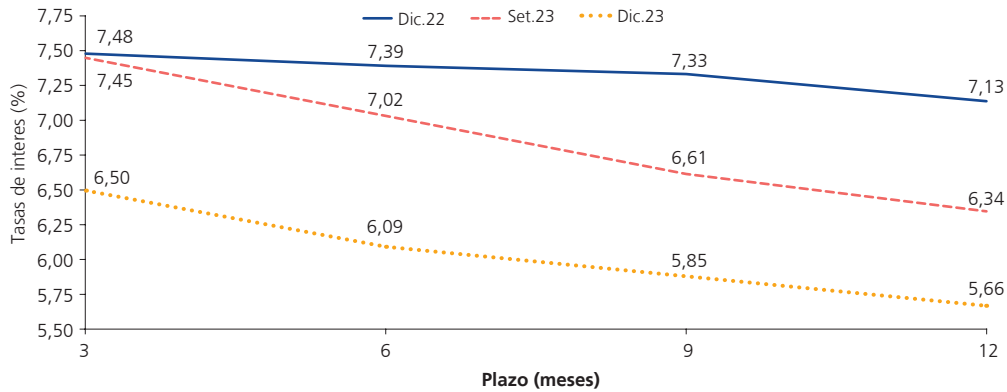
Gráfico 59
TASAS DE INTERÉS REALES EX ANTE EN SOLES
(En porcentaje)



Al 15 de diciembre. Las tasas de interés nominales son deflactadas usando las expectativas de inflación.
Fuente: BCRP y SBS.

60. Las tasas de rendimiento de la curva de los Certificados de Depósito (CD-BCRP) disminuyeron en el cuarto trimestre de 2023, incorporando la reducción de 75 puntos básicos en la tasa de referencia. La curva de rendimiento mantiene una forma invertida, lo cual refleja la expectativa del mercado sobre movimientos esperados de la tasa de interés de referencia en los próximos meses. Así, las tasas de interés entre setiembre y diciembre de 2023 han bajado en 95, 93, 76 y 68 puntos básicos a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente.

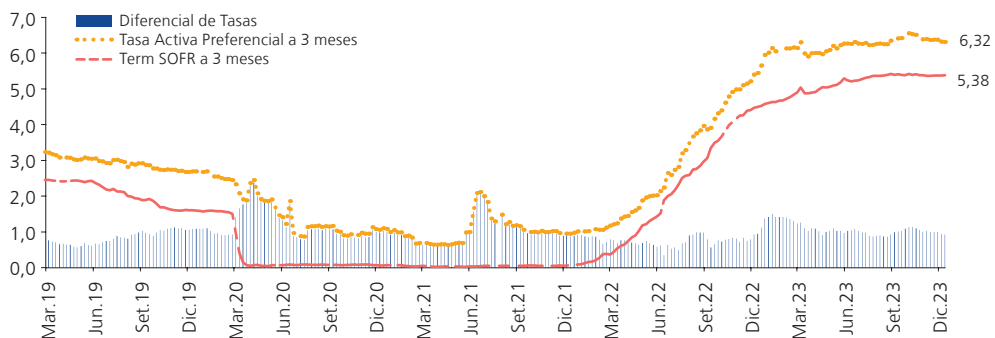
Gráfico 60
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD-BCRP ^{1/}
(En porcentaje)



^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
Al 15 de diciembre.
Fuente: BCRP.

61. En el caso del mercado monetario en dólares, las tasas de interés del mercado local continúan siendo influenciadas por las condiciones financieras restrictivas en Estados Unidos. La tasa de interés interbancaria promedio *overnight* se mantuvo en 5,50 por ciento en el cuatro trimestre de 2023, en línea con la pausa en el ritmo de incrementos en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Federal Funds Rate). En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales, al plazo de 1 mes aumentó en 4 y 1 punto básico, respectivamente; mientras que a 3 y 6 meses las tasas descendieron en promedio 14 y 10 puntos básicos, respectivamente; mientras que la *Term SOFR* a 3 meses disminuyó en 3 puntos básicos. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa *Term SOFR* a 3 meses disminuyó de 110 puntos básicos en setiembre a 93 puntos básicos en diciembre.

Gráfico 61
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CME TERM-SOFR A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 15 de diciembre.
Fuente: Chicago Mercantile Exchange, BCRP

En cuanto el mercado de créditos, en el cuarto trimestre de 2023 el mayor costo de financiamiento en el mercado externo se ha trasladado a la mayoría de los segmentos, principalmente a los de mayor riesgo crediticio. La tasa de interés del crédito hipotecario





aumentó desde 7,9 por ciento en setiembre a 8,2 por ciento en diciembre, mientras que la tasa de rendimiento del bono global a 10 años disminuyó de 6,1 por ciento a 5,1 por ciento en similar horizonte.

La mayoría de tasas de los depósitos en dólares de las personas y empresas bancarias también disminuyeron en el cuarto trimestre de 2023. Así, en el caso de las tasas de interés de las personas, estas aumentaron 30 puntos básicos a plazos entre 31 a 90 días, mientras que en el resto de los plazos las tasas descendieron en promedio en 40 puntos básicos; para las empresas, se observaron menores tasas de interés a plazos entre 31 y 90 días (-10 puntos básicos) y entre 181 y 360 días (-19 puntos básicos). Este comportamiento podría responder a la expectativa del mercado de una reducción en la tasa de política monetaria en Estados Unidos en el primer semestre de 2024. En el caso de la tasa de interés de los depósitos CTS, esta disminuyó de 1,11 por ciento en setiembre a 0,90 por ciento en diciembre.

Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Jun.23	Set.23	Dic.23	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,3	4,7	5,1	5,4	5,3	1,3
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	1,2	1,7	1,9	1,9	0,6
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	2,3	3,1	3,1	3,3	0,8
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	3,6	4,6	4,8	5,1	1,0
Personas	1,3	0,0	0,1	1,1	2,3	3,3	3,1	0,7
Empresas	1,4	0,1	0,1	3,6	4,6	4,9	5,1	1,0
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	3,3	4,6	4,9	4,7	1,3
Personas	1,0	0,2	0,2	1,7	2,9	3,5	3,8	0,8
Empresas	1,6	0,3	0,2	3,4	4,8	5,2	5,1	1,3
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,5	3,4	4,4	4,2	3,8	1,2
Personas	1,0	0,2	0,3	2,1	4,0	3,8	3,3	0,9
Empresas	1,6	0,3	0,6	4,6	5,0	5,0	5,3	1,4
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,6	3,8	4,3	4,3	3,7	1,3
Personas	1,2	0,3	0,4	3,2	4,3	3,4	2,8	1,2
Empresas	1,8	0,3	0,7	4,9	5,0	5,7	5,5	1,5
CTS	1,3	1,0	0,9	1,1	1,0	1,1	0,9	1,5
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	1,0	6,0	6,3	6,5	6,3	2,3
TAMEX	7,6	6,1	6,7	9,3	10,4	10,8	11,1	7,8
FTAMEX	7,1	6,3	7,6	10,9	12,7	13,0	13,5	8,0
Corporativos	3,2	2,0	2,1	6,1	7,1	7,6	7,3	3,3
Grandes Empresas	5,5	4,5	5,7	7,8	8,5	8,8	8,8	6,8
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	8,8	10,2	10,2	9,9	7,9
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	10,3	12,2	12,5	13,3	12,8	11,6
Microempresas	11,0	8,5	7,4	12,7	13,4	19,0	15,8	16,2
Microempresas 3/	7,7	4,8	17,1	9,4	11,9	11,9	16,5	13,2
Consumo	36,1	35,1	33,4	41,0	41,2	42,5	45,9	31,5
Consumo 3/	35,3	33,5	33,9	37,1	40,8	41,5	44,0	36,3
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	8,3	8,10	7,9	8,2	7,0

1/ Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.

2/ Promedios desde Setiembre 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 15 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

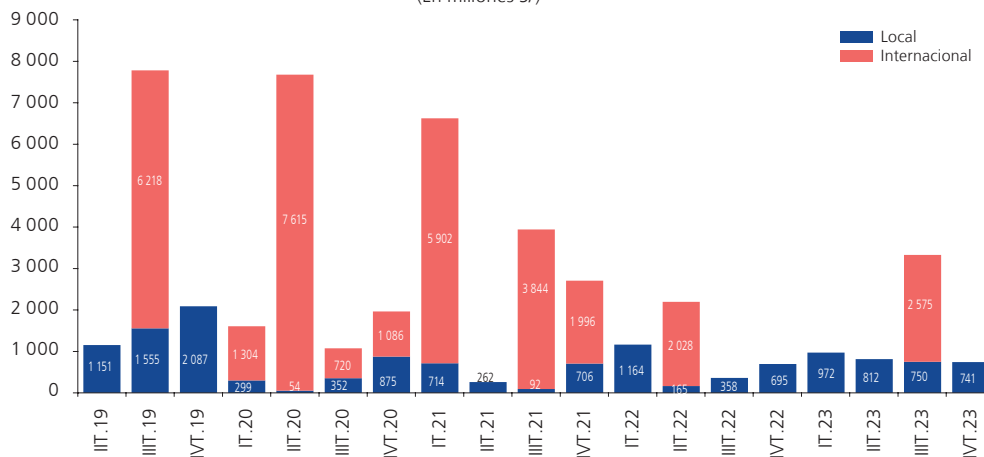
Mercado de renta fija

62. En el cuarto trimestre de 2023, las colocaciones de valores de empresas peruanas en los mercados de capitales presentan un menor dinamismo respecto al tercer trimestre de 2023. El menor nivel de colocaciones de bonos del sector privado tanto en mercados locales y externos, responde a: i) el aumento en el costo de endeudamiento para los emisores debido a las condiciones de política monetaria aún restrictivas a nivel global, ii) las perspectivas de menores tasas de crecimiento económico a nivel global que todavía

subsisten y que afectan la demanda en las subastas de valores de riesgo, iii) las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales de Estados Unidos aún elevadas, que hace estos bonos más atractivos respecto a los domésticos; iv) la baja confianza empresarial, y v) la menor demanda por valores de largo plazo en el mercado de capitales local por los efectos de los retiros de fondos de pensiones.

En el mercado local se colocaron por oferta pública un total de S/ 741 millones en lo que va del cuarto trimestre de 2023, por debajo del nivel del tercer trimestre de 2023 (S/ 750 millones), y similar al promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 740 millones). En el mercado internacional, en lo que va del año, dos empresas realizaron colocaciones de bonos (S/ 872 millones y USD 450 millones). Por otro lado, las entidades no residentes han emitido valores en soles S/ 219 millones de soles en el cuarto trimestre de 2023, lo que se halla por debajo del total vendido en el tercer trimestre de 2023 (S/ 535 millones), y por debajo del promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 543 millones).

Gráfico 62
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(En millones S/)



Al 15 de diciembre.
Fuente: Reuters y SMV.

63. El valor de las carteras administradas por inversionistas institucionales presenta una leve recuperación en el cuarto trimestre de 2023.

En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó de S/ 105,9 mil millones a S/ 119 mil millones entre el 30 de diciembre de 2022 y el 8 de diciembre de 2023. Esta aún continúa recuperándose luego de los retiros significativos de los aportantes debido a la Ley N° 31478 (“Ley que faculta el retiro extraordinario de los fondos privados de pensiones en el contexto de la pandemia COVID-19 en 2022”) y otras normas previas que se estima ocasionaron entre los años 2020 y 2022 retiros extraordinarios por hasta S/ 88,0 mil millones (9,4 por ciento del PBI).

Para los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha incrementado desde S/ 28,1 mil millones en diciembre de 2022 a S/ 31,7 mil millones en noviembre de 2023. El número de participantes subió ligeramente de 341,2 a 343,3 miles en similar periodo. En el caso de las empresas de seguros, su cartera administrada aumentó de S/ 58,0 mil millones a S/ 61,9 mil millones entre diciembre de 2022 y octubre de 2023.

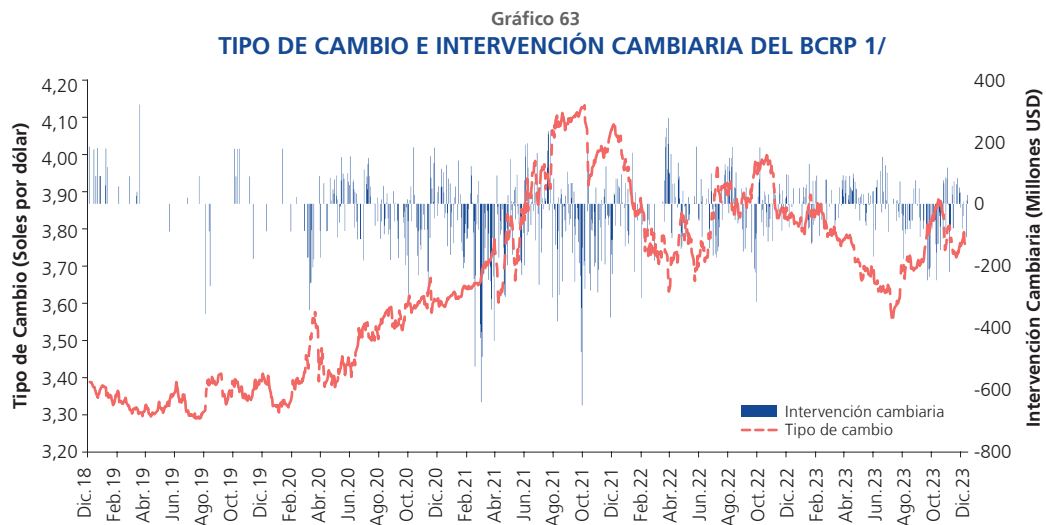


Mercado cambiario

64. El tipo de cambio disminuyó de S/ 3,785 por dólar el 30 de setiembre a S/ 3,760 por dólar el 15 de diciembre. La apreciación trimestral del sol (0,7 por ciento) ocurre en un entorno de alta sensibilidad al sentimiento al riesgo y las oscilaciones del dólar a nivel internacional. El incremento en el rendimiento de los bonos del tesoro americano a un nivel máximo en 16 años influyó en el desempeño negativo durante octubre de 2023 (depreciación de 1,5 por ciento del sol y fortalecimiento de 0,5 por ciento del dólar). En el ámbito local, la mayor demanda de dólares, el inicio de la flexibilización de la tasa de interés de referencia, y con ello la reducción en el diferencial de las tasas de política monetaria, y la debilidad en los indicadores de actividad, explican también en parte la tendencia alcista reciente en el tipo de cambio peruano. El 20 de octubre de 2023, el tipo de cambio alcanzó un nivel máximo (S/ 3,881 por dólar) en los últimos nueve meses (S/ 3,892 por dólar el 25 de enero de 2023).

Durante noviembre, el sol se apreció en 2,63 por ciento, la mayor apreciación mensual desde noviembre de 2022 (3,26 por ciento), en un entorno positivo para los activos de riesgo luego de la publicación de datos de empleo de Estados Unidos que reforzaron la especulación de que la Reserva Federal mantendrá estables las tasas de política monetaria hasta fin de año. En diciembre, al día 15, el sol se deprecia en 0,6 por ciento, mientras que el índice dólar se debilita en 0,9 por ciento por la moderación en el tono de comunicación, hacia uno más *dovish*, por parte de la Fed en diciembre de 2023.

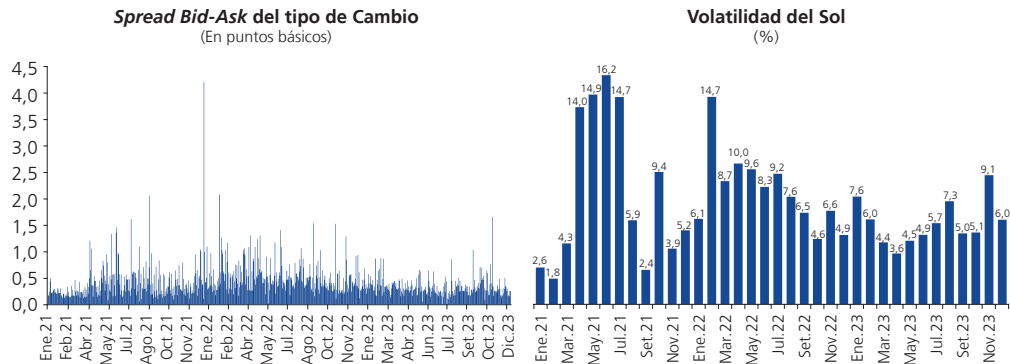
En este contexto de incremento de la variabilidad del tipo de cambio, la intervención cambiaria realizada por el BCRP buscó atenuar las presiones en el tipo de cambio. En el cuarto trimestre la incertidumbre en los mercados financieros se mantiene y, con ello, una alta variabilidad en el apetito por activos de riesgo.



La volatilidad promedio del sol peruano aumentó en el cuarto trimestre, particularmente en noviembre, respecto al primer, segundo y tercer trimestre. Esta mayor volatilidad

también se reflejó en los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio, los cuales fluctuaron entre 0,08 y 1,65 puntos básicos entre octubre diciembre de 2023, por encima del rango del tercer trimestre (0,00 y 1,03 puntos básicos).

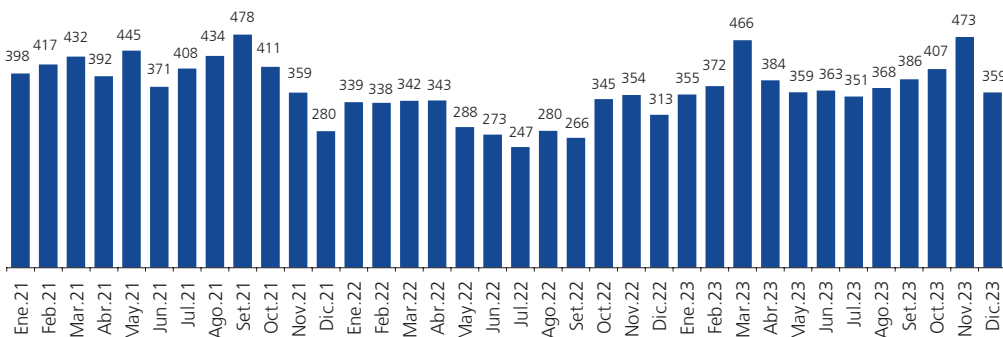
Gráfico 64
SPREAD Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO



Desviación estándar diaria anualizada mensual.
Al 15 de diciembre.
Fuente: Reuters y BCRP.

La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* en lo que va del cuarto trimestre (USD 413 millones) es mayor al primer, segundo y tercer trimestre (USD 398 millones, USD 369 millones y USD 368 millones, respectivamente).

Gráfico 65
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
(En millones USD)

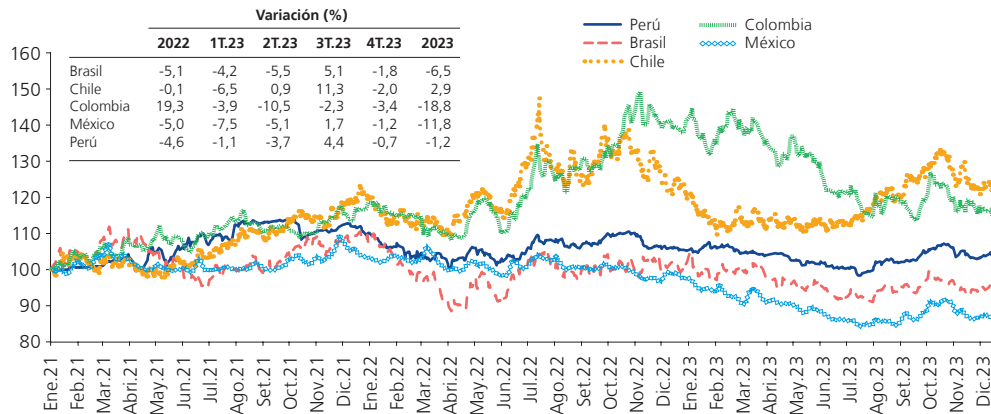


Al 15 de diciembre.
Fuente: BCRP.

En la región, durante el cuarto trimestre, el sol presentó la menor volatilidad (7,1 por ciento), por debajo del promedio regional (13,1 por ciento). La estabilidad del sol se asocia a los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía peruana, así como a una moderación en las expectativas de depreciación de la moneda local respecto al dólar estadounidense por parte de los agentes económicos.



Gráfico 66
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO^{1/}
 (31 Dic.2020=100)

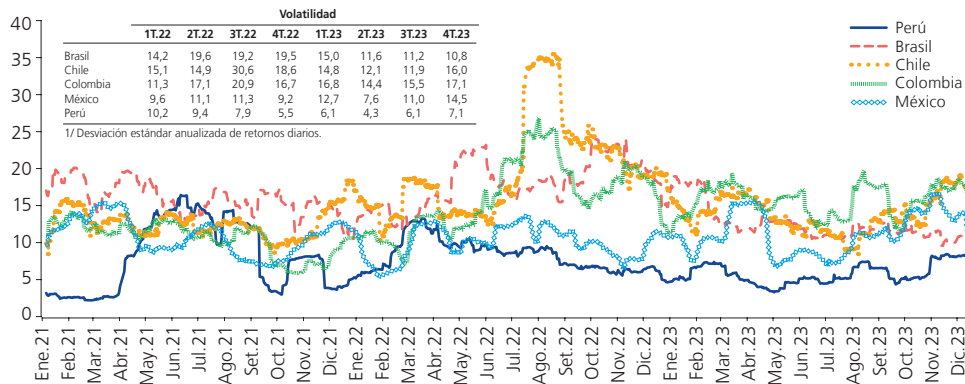


1/ Un aumento de índice indica depreciación de la moneda.

Al 15 de diciembre.

Fuente: BCRP y Reuters.

Gráfico 67
VOLATILIDAD CAMBIARIA*



* Desviación estándar del retorno diario anualizado en los últimos 30 días.

Al 15 de diciembre.

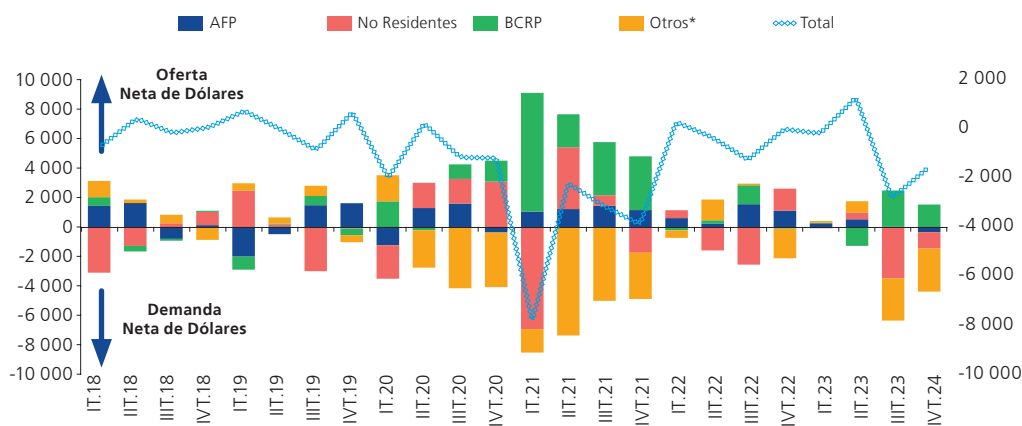
Fuente: Reuters.

65. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el cuarto trimestre de 2023, al 15 de diciembre, son de demanda neta de dólares (USD 1 586 millones), menor a la demanda neta de dólares observada en el tercer trimestre (USD 2 829 millones). En el mercado *spot* se registró una demanda neta de dólares (USD 228 millones), principalmente impulsada por el sector corporativo. En el mercado de derivados existe una demanda neta (USD 1 358 millones) proveniente de las AFP e inversionistas no residentes.

Los inversionistas no residentes disminuyeron su demanda neta de dólares en el cuarto trimestre. En el mercado *spot* demandaron dólares por USD 393 millones, principalmente en el mes de octubre (USD 410 millones), por debajo de la demanda neta de dólares en el tercer trimestre (USD 851 millones). En el mercado de derivados, demandaron en neto en el cuarto trimestre (USD 713 millones), por debajo de la demanda neta del tercer trimestre (USD 2 628 millones). Entre el 30 de setiembre y el 15 de diciembre, los inversionistas

foráneos vendieron en neto S/ 1 281 millones de bonos del tesoro público (BTP), por debajo de las ventas del tercer trimestre (S/ 5 241 millones).

Gráfico 68
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
 (En millones de USD)



	2021	1T.22	2T.22	3T.22	4T.22	2022	1T.23	2T.23	3T.23	4T.23	2023
Spot	-6 892	-1 482	2 017	2 816	-2 071	1 281	104	1 448	-1 157	-228	168
Derivados	-10 288	1 787	-2 340	-4 062	2 085	-2 531	-275	-140	-1 672	-1 358	-3 445
Total	-17 180	305	-323	-1 246	14	-1 250	-171	1 309	-2 829	-1 586	-3 277
Var. Posición de Cambio Global de la Banca	-326	-76	110	-27	108	115	138	-19	369	78	566
Intervención del BCRP	17 506	-229	213	1 273	-123	1 134	33	-1 290	2 460	1 508	2 711

* Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.
 ** Al 15 de diciembre.
 Fuente: BCRP.

Las AFP demandaron en el cuarto trimestre de 2023 (al 15 de diciembre) alrededor de USD 356 millones, un cambio respecto a la oferta neta del tercer trimestre (USD 2 millones). En el mercado *spot* y de derivados demandaron en neto USD 105 y USD 251 millones, respectivamente. Las compras netas de valores externos de las AFP en el periodo ascienden a USD 321 millones, por debajo de las compras del tercer trimestre (USD 879 millones).

En el caso del sector no financiero, entre setiembre y diciembre de 2023 las entidades presentan una oferta neta de USD 294 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de USD 3 024 millones, principalmente en el mercado *spot* (USD 2 916 millones), por debajo del total registrado en el tercer trimestre (USD 2 859 millones), lo cual se refleja en una reducción en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios; (ii) empresas del sector minero: oferta neta de USD 2 100 millones (USD 2 098 millones en el mercado *spot*), por debajo de la oferta neta del tercer trimestre (USD 2 225 millones); (iii) sector minorista: oferta neta de USD 1 218 millones en el mercado *spot*, por debajo a la oferta neta del tercer trimestre (USD 1 548 millones).

Para las empresas bancarias, la posición global aumentó de - USD 374 millones en setiembre hasta - USD 455 millones en diciembre de 2023. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes aumentó en USD 664 millones entre el tercer y cuarto trimestre de 2023.



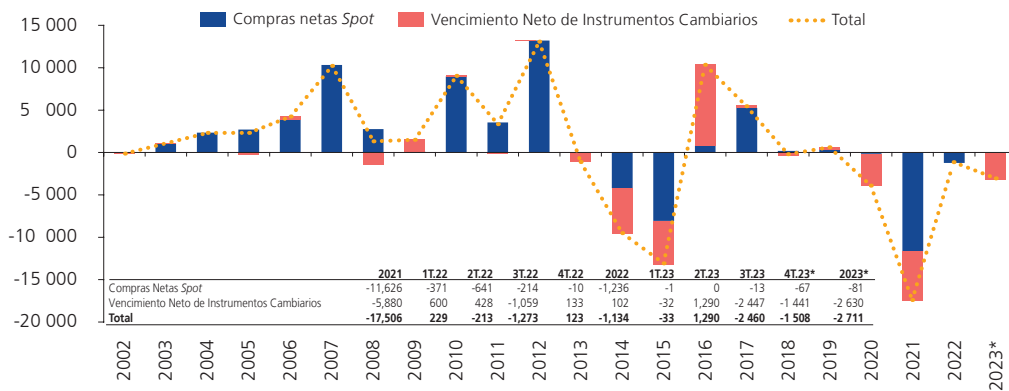


Entre setiembre y el 15 de diciembre de 2023, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de subastas de *swaps* cambiarios venta en las modalidades de tasa fija y tasa variable; con la colocación de certificados de depósito reajustables (CDR-BCRP); y con venta de dólares *spot* en la mesa de negociación; con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Así, se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 20 268 millones (USD 5 316 millones) a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses a tasa fija y variable, y vencieron S/ 14 423 millones (USD 3 876 millones) a tasa fija y variable. Adicionalmente, se colocaron CDR BCRP por S/ 300 millones (USD 77 millones) al plazo de 3 meses, y vencieron S/ 280 millones (USD 76 millones).

El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y CDR BCRP venta al 15 de diciembre se ubica en USD 11 956 millones (16 por ciento de las reservas internacionales). El plazo residual promedio de *swaps* cambiario venta asciende a 322 días en diciembre de 2023, superior al que existía en setiembre (157 días). El incremento en los plazos promedio está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor.

Al 15 de diciembre, en el cuarto trimestre, el BCRP ha realizado una oferta neta de USD 1 508 millones en el mercado cambiario mediante la colocación neta de *swaps* cambiarios (USD 1 441 millones), de CDR BCRP (USD 1 millón) y la venta de dólares en el mercado *spot* por USD 67 millones.

Gráfico 69
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de USD)

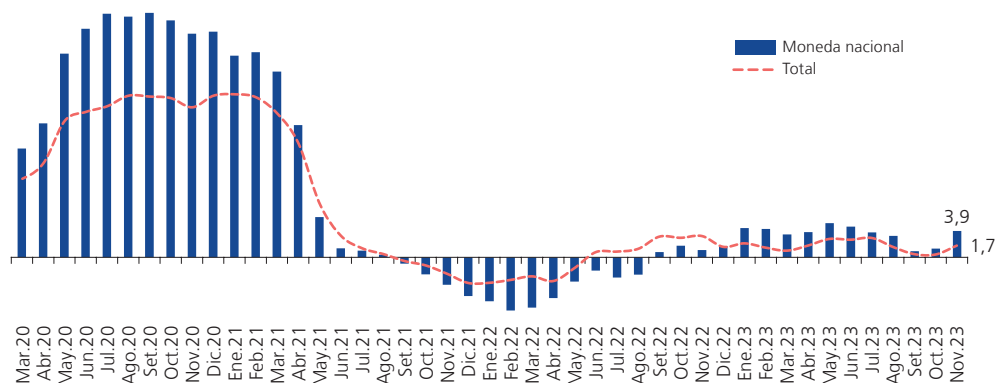


*Al 15 de diciembre.
Fuente: BCRP.

Liquidez

66. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado se ubicó en 1,7 por ciento en términos anuales en noviembre. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 3,9 por ciento interanual, mientras que los denominados en dólares presentaron una variación negativa de 2,0 por ciento interanual en noviembre.

Gráfico 70
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA*
 (Variación porcentual anual)



* Total a Tipo de Cambio constante de S/ 3,81 por USD de diciembre de 2022.
 Fuente: BCRP.

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado, en noviembre de 2023 es de 35,2 por ciento, ligeramente inferior al 35,6 por ciento de diciembre de 2022.

Cuadro 32
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Nov.23	Dic.23*	Dic.24*	Dic.25*
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	16,0	-3,8	-5,7	-7,2	-2,5	0,0
Depósitos en moneda nacional	12,3	33,0	-5,6	1,7	3,9	2,7	8,0	7,6
Depósitos totales 1/	10,1	23,6	-3,7	1,5	1,7	2,4	7,0	6,7
Liquidez en moneda nacional	10,6	32,2	-0,9	0,6	2,9	0,2	5,5	6,0
Liquidez total 1/	9,6	25,1	-0,4	1,0	1,2	0,1	4,0	4,5
Crédito al sector privado en moneda nacional	10,1	19,4	5,5	2,5	0,1	0,1	4,1	6,0
Crédito al sector privado total 1/	6,9	10,7	4,0	4,6	0,7	0,7	3,5	5,0
Crédito al sector privado total (sin Reactiva Perú)1/	6,9	-5,5	8,8	11,3	4,8	4,5	5,1	5,0

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2022

* Proyección.

Fuente: BCRP.

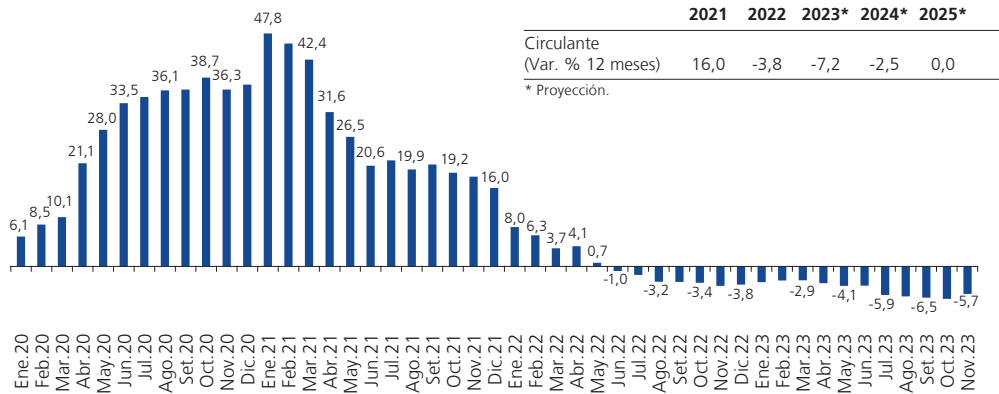
67. El circulante se redujo 3,8 por ciento interanual en diciembre de 2022, y 5,7 por ciento en noviembre de 2023. Se prevé que el nivel del **circulante** continúe disminuyendo en 2024, aunque a un menor ritmo que en los últimos meses, revirtiéndose así su crecimiento históricamente alto durante el estado de emergencia²⁸, debido a la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, se espera que el circulante se acerque a su tendencia prepandemia con respecto al PBI en 2024, por una reversión más rápida a la esperada y considerando además las innovaciones recientes en los medios electrónicos de pagos. En particular, se proyectan tasas de variación anual

28 El ahorro precautorio de efectivo habría sido impulsado principalmente por las transferencias a las familias a través de los bonos otorgados por el Estado.



de -7,2 por ciento para 2023 y -2,5 por ciento para 2024. En 2025 se estima que el circulante no varíe respecto a 2024.

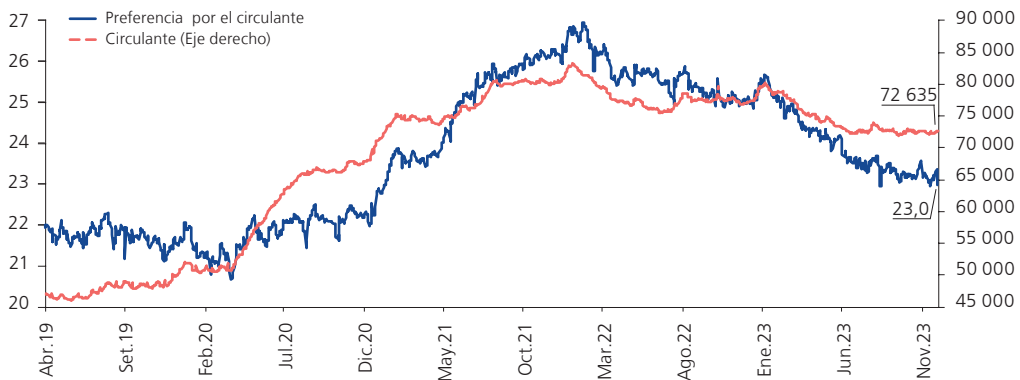
Gráfico 71
CIRCULANTE
(Variación porcentual 12 meses)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

68. La preferencia por circulante continuó reduciéndose durante 2022 y hasta el último trimestre de 2023, tras crecer continuamente entre abril de 2020 y diciembre de 2021, ubicándose en 23,0 por ciento en noviembre de 2023.

Gráfico 72
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Fuente: BCRP.

Crédito al sector privado

69. El **crédito al sector privado** se expandió en 0,7 por ciento en términos anuales en noviembre de 2023 (4,6 por ciento en 2022). Sin considerar los créditos del programa Reactiva Perú, la tasa de crecimiento interanual del crédito ascendió a 4,8 por ciento en el mismo periodo (11,3 por ciento en 2022). El crédito al sector privado viene desacelerándose desde marzo de 2022, y este fenómeno es explicado por: i) el avance de las amortizaciones de los créditos asociados al programa Reactiva Perú, ii) los factores de oferta y demanda agregada que

explican el menor nivel de actividad económica; y iii) condiciones financieras más ajustadas tales como las tasas de interés más altas y un menor nivel de liquidez como consecuencia de la respuesta de política monetaria para reducir la inflación.

70. El crecimiento interanual del crédito a las personas naturales mantiene su dinámica, si bien continúa desacelerándose ligeramente. Este creció 8,0 por ciento en noviembre de 2023 (15,9 por ciento en 2022). Esta desaceleración del crédito a las personas se debe principalmente al menor incremento del crédito de consumo (9,8 por ciento en noviembre de 2023). Por otro lado, el crédito hipotecario también muestra una desaceleración en los últimos meses, registrando una tasa de crecimiento interanual de 5,4 por ciento en noviembre de 2023.
71. El crédito a empresas muestra una contracción asociada principalmente a las amortizaciones del programa Reactiva Perú y parcialmente por una caída de su demanda dada la evolución de la actividad económica. En noviembre de 2023, el crédito a empresas disminuyó 3,7 por ciento, mientras que sin considerar los créditos Reactiva Perú aumentó en 2,7 por ciento (8,4 por ciento en 2022). El segmento que registra mayor caída es el de medianas empresas (-13,3 por ciento); en tanto, el segmento corporativo y grandes empresas muestra una caída de 2,2 por ciento. Al respecto, la heterogeneidad observada en la dinámica de los diferentes segmentos del crédito a empresas se explica por varios factores, entre ellos las condiciones financieras asociadas a cada una de estas clasificaciones.

Cuadro 33
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL ^{1/}
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Jun.23	Set.23	Nov.23
Crédito a empresas	4,2	19,7	3,6	-1,4	-4,4	-3,9	-3,7
Corporativo y gran empresa	4,3	6,4	8,0	1,2	-3,5	-2,7	-2,2
Medianas empresas	0,3	47,2	0,0	-13,7	-14,9	-14,1	-13,3
Pequeña y microempresa	8,4	24,0	-1,1	7,7	5,0	3,5	2,5
Crédito a personas	11,4	-3,2	4,8	15,9	10,2	9,6	8,0
Consumo	13,3	-7,2	3,1	21,8	13,7	12,7	9,8
Vehiculares	12,0	-2,2	7,3	15,9	18,4	12,9	8,4
Tarjetas de crédito	13,4	-20,3	-41,0	32,6	20,9	16,5	12,9
Resto	13,3	-0,5	21,4	19,8	12,0	11,8	9,1
Hipotecario	8,6	2,9	7,1	8,0	5,2	5,2	5,4
TOTAL	6,9	10,7	4,0	4,6	1,0	1,1	0,7
Memo:							
EMPRESAS SIN REACTIVA	4,2	-7,0	11,5	8,4	4,3	3,5	2,6
TOTAL SIN REACTIVA PERÚ	6,9	-5,5	8,8	11,3	6,9	6,0	4,8

Nota: Los criterios para clasificar los créditos a empresas por segmento de crédito se realiza de acuerdo con la definición de la SBS válida hasta junio de 2023. En julio 2023 mediante Resolución SBS N° 02368-2023 se realiza un cambio en la clasificación de los créditos.

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones (idem)

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones (Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año).

Medianas empresas: Ventas anuales entre S/ 5 millones y S/ 20 millones (Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones).

Pequeñas empresas: Ventas anuales menores a S/ 5 millones y endeudamiento total mayor a S/ 20 mil (Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil).

Microempresas: Ventas anuales menores a S/ 5 millones y endeudamiento total menor a S/ 20 mil (Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil).

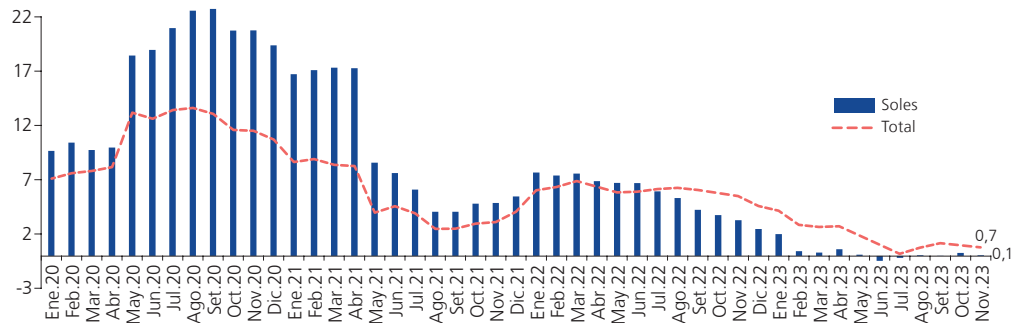
^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2022.

Fuente: BCRP.

72. Desde inicios de 2022 se observa una desaceleración del crédito en soles, y en menor medida, del crédito en dólares en lo que va del año. A noviembre de 2023 el crédito en soles creció en 0,1 por ciento, mientras que el denominado en dólares se incrementó en 2,9 por ciento en el mismo periodo.



Gráfico 73
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Tasas de crecimiento anual)



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Jun.22	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Set.23	Nov.23
Moneda Nacional	10,1	19,4	5,5	6,7	2,5	0,3	-0,5	0,0	0,1
Moneda Extranjera	-0,3	-11,0	-0,8	3,2	12,1	10,8	5,8	4,8	2,9
Total	6,9	10,7	4,0	5,9	4,6	2,6	1,0	1,1	0,7

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2022.
 Fuente: BCRP.

Morosidad

73. El **coeficiente de morosidad** en noviembre de 2023 se ubicó en 4,42 por ciento, levemente superior al registrado en setiembre de 2023 (4,33 por ciento). Este resultado estaría explicado por la mayor morosidad de los créditos a empresas, principalmente por el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas y, en menor medida, a micro y pequeñas empresas. Por su parte, la morosidad de los créditos a personas naturales se incrementó en el mismo periodo, en particular para tarjetas de crédito. El aumento en la morosidad refleja la evolución de la actividad económica y de las condiciones financieras.

Cuadro 34
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
 (En porcentaje)

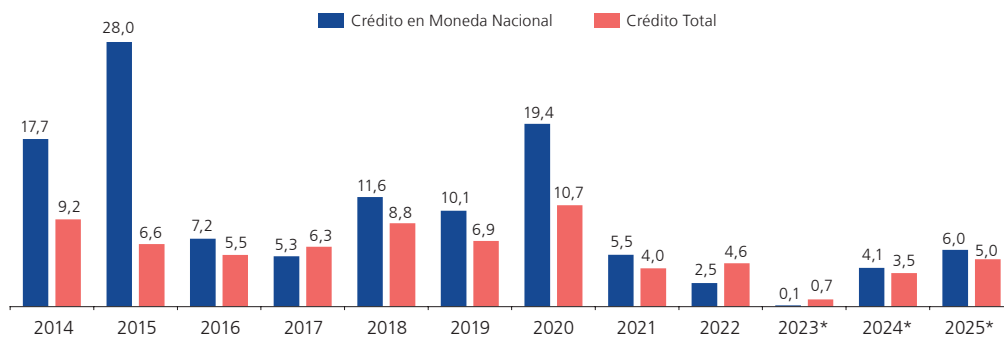
	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Set.23	Nov.23
Crédito a empresas	3,71	3,73	4,60	5,09	5,15	5,29	5,41	5,48
Corporativo y grandes empresas	0,62	1,04	1,08	1,39	1,44	1,11	1,08	1,01
Medianas empresas	8,24	6,27	9,49	11,65	11,95	12,89	13,80	14,17
Micro y pequeñas empresas	6,29	6,06	6,54	6,37	6,43	6,94	7,03	7,17
Crédito a personas	2,85	4,91	2,57	2,54	2,58	2,74	3,02	3,19
Consumo	2,81	5,92	2,23	2,51	2,60	2,80	3,21	3,46
Tarjetas de crédito	5,33	12,70	6,28	6,58	7,00	7,50	7,94	8,61
Vehicular	3,75	5,85	3,72	3,37	3,13	3,14	3,36	3,26
Resto	1,46	3,07	1,35	1,57	1,59	1,69	2,15	2,28
Hipotecario	2,91	3,51	3,01	2,57	2,56	2,64	2,73	2,77
PROMEDIO 1/	3,24	4,00	3,76	3,97	4,01	4,12	4,33	4,42

1/ El ratio de morosidad es el porcentaje de los créditos directos que se encuentran en situación de vencidos o en cobranza judicial. Asimismo, este indicador incluye créditos a las empresas, personas naturales, créditos soberanos, a organismos multilaterales y a empresas y organismos del sector público.
 Fuente: BCRP.

Proyección del crédito al sector privado

74. Se prevé un incremento moderado del crédito en moneda nacional, en línea con la evolución de la actividad económica. Con ello, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional ascendería a 0,1 por ciento en 2023; 4,1 por ciento en 2024; y 6,0 por ciento en 2025, tomando en cuenta la culminación de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 0,7 por ciento en 2023 (4,5 por ciento sin el programa Reactiva Perú). Mientras que para 2024 y 2025 se estima un crecimiento del crédito total de 3,5 y 5,0 por ciento, respectivamente (5,1 y 5,0 por ciento sin Reactiva, respectivamente).

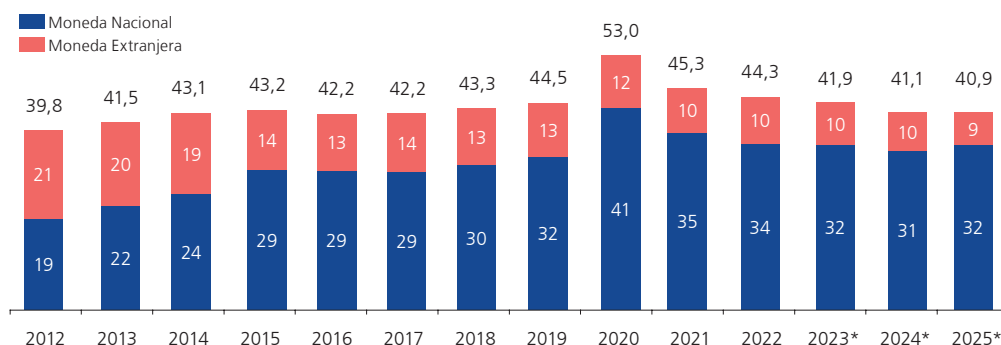
Gráfico 74
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

De igual manera, en 2024 y 2025 se prevé que el crédito al sector privado crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del coeficiente de crédito respecto al PBI en 2020 el cual casi ha sido revertido en el cuarto trimestre de 2023. Así, se espera que el ratio de crédito se ubique en 41,1 y 40,9 por ciento del PBI en 2024 y 2025, respectivamente (luego de haberse ubicado en 53,0 por ciento en 2020).

Gráfico 75
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



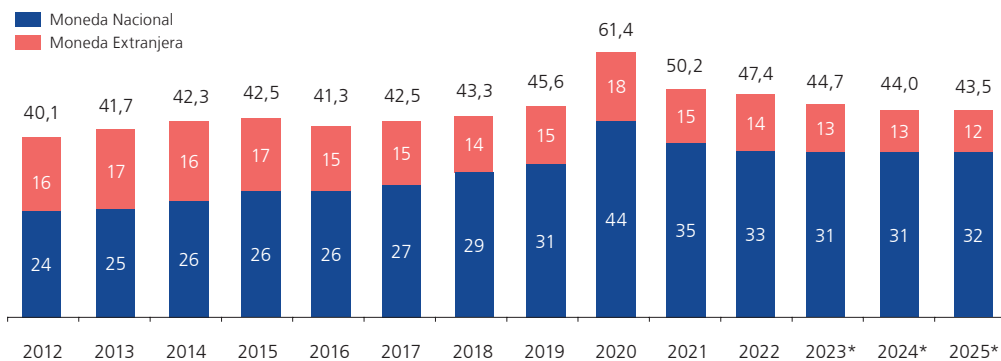
Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2022).
* Proyección.
Fuente: BCRP.





Asimismo, las tasas de crecimiento de la liquidez total y del circulante serían menores a las del PBI nominal en 2023 y 2024 debido al avance en la normalización de las condiciones financieras, con un crecimiento de la liquidez en moneda nacional cercano al del PBI nominal en 2025. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 47,4 por ciento en 2022 a 44,7 por ciento en 2023 (cercano a su nivel prepandemia), y a 44,0 por ciento en 2024. En tanto, el ratio del PBI correspondiente al circulante de sociedades de depósito se contraería de 8,5 por ciento en 2022 a 7,4 por ciento en 2023, y a 6,9 por ciento en 2024, nivel similar al registrado previo a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 76
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2022).

*Proyección.

Fuente: BCRP.

Recuadro 5

LA EXPERIENCIA HISTÓRICA INTERNACIONAL Y PERUANA FRENTE A CHOQUES INFLACIONARIOS

Desde 2021 se ha visto un incremento en la inflación en el Perú y en la mayoría de las economías del mundo. El aumento de los precios fue inicialmente gatillado por interrupciones en la cadena de suministros globales (producto de las cuarentenas), el fuerte estímulo fiscal iniciado en la pandemia y el rápido desplazamiento del consumo en la postpandemia de servicios hacia bienes. Posteriormente, la guerra en Ucrania sumó choques de costos con el encarecimiento de los *commodities* de energía y alimentos, lo que impulsó nuevamente la inflación y prolongó su duración. Estos choques fueron más persistentes que lo esperado, así, en 2022, las tasas de inflación en países de la OECD superaron el nueve por ciento (el nivel más alto desde 1988); en economías emergentes se alcanzaron los dos dígitos (con tasas no registradas desde 1998); y, en el caso peruano, se registró un máximo de 8,8 por ciento en junio de 2022 (la tasa más alta desde 1997).²⁹

En este contexto de choques de costos y desvíos importantes de las tasas de inflación respecto de sus metas, los bancos centrales propiciaron incrementos continuos y elevados de sus tasas de interés de política monetaria. Estas respuestas de política representan posturas contractivas que contribuyen a la reducción de la inflación al contraer la demanda agregada y anclar las expectativas de inflación alrededor de sus respectivas metas de inflación, en particular las de largo plazo. Debido a que la política monetaria opera con retrasos sobre la inflación, este endurecimiento de política se mantiene hasta que la mayoría de los componentes de la inflación muestren una clara tendencia a la baja. De esta forma, se reducen los riesgos de extender el actual episodio de inflación elevada y se evitan los costos económicos asociados.

Ante estas acciones de política monetaria, surgen las siguientes preguntas: ¿cuánto tiempo demora resolver un episodio inflacionario?, ¿qué políticas usualmente están asociadas con la resolución de una elevada inflación?, para que una desinflación sea exitosa. De acuerdo con estas interrogantes, este recuadro explora respuestas en base a la evidencia histórica internacional y del Perú frente a choques de inflación.

Experiencia Internacional

Recientemente, Ari y otros (2023)³⁰ y Cecchetti y otros (2023)³¹ que examinan episodios históricos de choques inflacionarios en economías avanzadas y emergentes, reportan las repuestas de política macroeconómica ante periodos de elevada inflación y documentan la resolución de estos episodios.

Ari y otros (2023) estudian 111 episodios históricos de choques inflacionarios identificados en 56 países entre 1973 y 2014. En estos periodos se analizan empíricamente las relaciones entre

29 Indicadores de la OECD (2023) señalan que la inflación de 2022 en los países de la OECD fue de 9,5 por ciento. WEO – IMF (octubre 2023) reporta una inflación de 10,1 por ciento para 2022 en las economías emergentes y en desarrollo.

30 Ari A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L. y Zhao W., 2023. *One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts*. IMF Working Paper. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/13/One-Hundred-Inflation-Shocks-Seven-Stylized-Facts-539159>

31 Cecchetti, S, M Feroli, P Hooper, F Mishkin and K Schoenholtz (2023). *Managing Disinflations*. CEPR Discussion Paper No. 18068. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp18068>.



desinflaciones, fundamentos y políticas macroeconómicas.³² Así, los autores identifican los siguientes siete hechos estilizados históricos:

1. Los choques inflacionarios son prolongados, con una duración promedio de desinflación exitosa de tres años, y que, en el 60 por ciento de los episodios, la inflación se resolvió en un plazo de cinco años.
2. Las desinflaciones que no fueron exitosas, en su mayoría resultaron de políticas desinflacionarias que terminaron demasiado pronto.
3. Los países que logran reducir exitosamente las elevadas tasas de inflación implementan respuestas de política monetaria relativamente más contractiva que coinciden con respuestas fiscales restrictivas.
4. Estas respuestas de política además de estar alineadas fueron prolongadas.
5. Con estas respuestas de política consistentes, estos países, consiguieron mayor estabilidad del tipo de cambio nominal.
6. Al mismo tiempo, en estas economías se registraron las menores tasas de crecimiento del salario nominal.
7. Aunque en estas economías exitosas en controlar la inflación se experimentó menor dinamismo económico en el corto plazo, en el mediano plazo no hubo pérdidas de crecimiento ni de empleo.

En un estudio similar, Cecchetti y otros (2023) analizan 17 eventos de desinflación identificados desde 1950 en economías grandes.³³ Los autores encuentran que no existe precedente histórico desde 1950 en el que una desinflación generada por un banco central no implique un menor dinamismo de la actividad económica. Así, se tiene que una inflación elevada nunca ha cedido sin que se haya generado algún grado de reducción en la demanda agregada.³⁴ Por otro lado, Blinder (2023)³⁵ estudia 11 episodios de política monetaria restrictiva en Estados Unidos, entre 1965 y 2022. El autor encuentra que en seis ocasiones la Reserva Federal de Estados Unidos logró desinflaciones exitosas con incrementos de la tasa de política necesarios para reducir el crecimiento económico, pero sin tener que generar una recesión. En el resto de los eventos, se tuvo que desarrollar una recesión económica para reducir la tasa de inflación.³⁶

Estos recuentos históricos recientes, son consistentes con estudios previos sobre el ratio de sacrificio. El ratio de sacrificio mide la caída de un indicador de presiones de demanda, como por ejemplo la brecha

32 Un periodo de choques inflacionarios para un país cualquiera se identifica como el periodo en que el cambio en la inflación supera 2 por ciento en un año, después de un periodo de inflación estable. Se excluyen episodios en economías de bajos ingresos, no diversificadas o economías que no tienen régimen de mercado; o si el episodio coincide con un evento de conflicto armado o el evento del COVID-19. También se eliminan episodios que son precedidos por un periodo de inflación elevada y volátil; o a aquellos eventos que corresponden a deflaciones o reversiones de inflaciones elevadas; o episodios que se traslapan con eventos inflacionarios previos.

33 Se identifican estos eventos en 4 economías grandes: Estados Unidos, Canadá, Alemania y Reino Unido. Un evento de desinflación significativo, siguiendo a Ball (1994), es aquel periodo de transición ininterrumpido de caída de la tendencia de la inflación desde un pico hasta un valle. La tendencia de la inflación se mide como una media móvil centrado de 9 trimestres en la inflación trimestral.

34 En particular, Cecchetti y otros (2023) utilizan como indicador del dinamismo de demanda agregada la brecha del desempleo respecto a su nivel tendencial.

35 A. S. Blinder, 2023. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, 37(1), pp.101-120. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.37.1.101>

36 Blinder (2023) define una desinflación sin generar una recesión como un "aterrizaje suave", en tanto que una desinflación que requiere una recesión es un "aterrizaje duro". Un "aterrizaje suave" son periodos de desinflación que implicaron una reducción del crecimiento del PBI de menos de 1 por ciento o que el NBER (el instituto que determina los ciclos económicos en Estados Unidos) no declare una recesión 1 año después del inicio del ciclo de incrementos de la tasa de interés de la Fed.

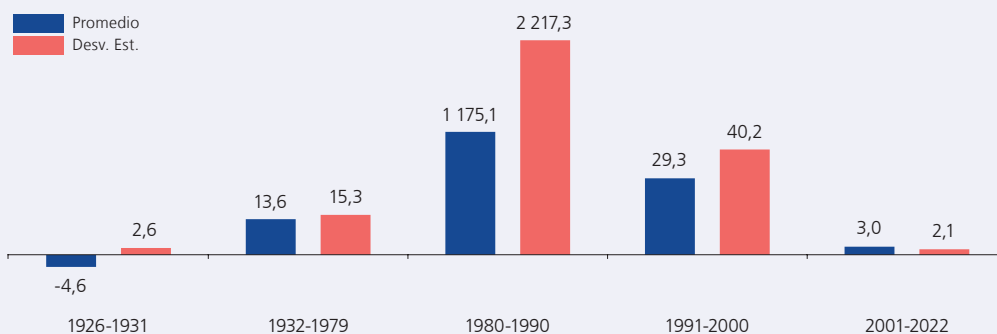
del producto, asociado a una reducción de 1 por ciento en la inflación.³⁷ Ball (1994) encuentra que las desinflaciones son costosas y envuelven una ratio de sacrificio.³⁸ Además, muestra que estos costos son decrecientes en la velocidad de desinflación. Países que recurren a una política monetaria más gradual tienden a experimentar mayores costos. Por su parte, Tetlow (2022) reporta un recuento de estimaciones del ratio de sacrificio para Estados Unidos. El autor encuentra que en estudios previos y en su propia estimación se identifica el siguiente hecho consistente: reducir la inflación siempre requiere de una reducción del crecimiento.

Es importante notar que estos costos de desinflación en términos de una necesaria reducción del dinamismo de la demanda agregada, respecto a su nivel potencial, son de carácter transitorio, y no envuelven costos de largo plazo. En general, el producto potencial mide el crecimiento sostenible del PBI en un contexto sin presiones inflacionarias o deflacionarias, y el cual depende de factores estructurales de la economía tales como la acumulación de factores productivos y la evolución de la productividad.

Experiencia Peruana: 100 años de inflación

En los últimos 100 años, el Perú ha experimentado múltiples choques de inflación, bajo diferentes regímenes monetarios.³⁹ De estos, el último régimen es el más estable y corresponde al de Metas Explícitas de Inflación que se adoptó desde 2002. En la publicación, *Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú*⁴⁰, se documenta que la relación entre la evolución de la inflación, contexto macroeconómico y las decisiones del ente monetario inician casi desde su fundación.⁴¹ Antes de 1993, destacan los eventos de hiperinflación y elevada inflación que coinciden con periodos de dominancia fiscal en los que los déficits fiscales se financiaban con emisión monetaria.

INFLACIÓN EN EL PERÚ ENTRE 1926 Y 2022
(Promedio y volatilidad, en porcentaje)



Nota: Inflación fin de periodo. El nivel de la inflación se mide por el promedio temporal en cada periodo, en tanto que la estabilidad de precios está medida por la desviación estándar de la inflación en el mismo periodo. Las columnas de 1980-1990 contienen un corte de escala para mejorar la visualización del gráfico.
Fuente: Estadísticas de 100 años del BCRP, BCRPData.

- 37 La brecha producto es la diferencia entre el PBI observado respecto a su nivel potencial. Otro indicador de presiones de demanda es la brecha o ciclo del desempleo, medido como la diferencia entre el nivel de desempleo respecto a su nivel tendencial.
- 38 Ball, L. (1994). *What determines the sacrifice ratio?* In *Monetary policy* (pp. 155-193). The University of Chicago Press.
- 39 Las estadísticas de inflación de los últimos 100 años están disponible bajo *Estadísticas de 100 años del BCRP* en BCRPData.
- 40 *Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú*, Tomo I y II, 2023. Editado por M. Vega y L. F. Zegarra.
- 41 El 9 de marzo de 1922 se promulgó la Ley de creación del Banco de Reserva del Perú (BRP). Las funciones principales que se le asignó fueron la realización de operaciones monetarias y cambiarias, la administración de las reservas en el exterior y la emisión de billetes. En 1932 se suspende la convertibilidad del patrón oro para contener la deflación ocasionada por la reducción de la masa monetaria a la luz del déficit de balanza de pagos de la época.





Entre 1922 y 1932 Perú experimentaba episodios deflacionarios, los que se logran revertir a inicios de los años 30. En particular, fue importante la decisión del BCRP de mantener bajo su control la convertibilidad del dinero fiduciario en 1932.⁴² Entre 1932 hasta 1979, año en que la constitución otorga autonomía al BCRP dentro del marco de la ley, destaca el incremento de la inflación en los años 40, en el contexto de la II Guerra Mundial, y un nuevo y mayor incremento de la inflación en los años 70, tras un periodo de turbulencia internacional por choques de petróleo y el derrumbe del sistema cambiarios de paridades fijas de Bretton Woods. En este periodo, la política del BCRP se enfocaba en defender la paridad cambiaria oficial y proveer financiamiento inorgánico al Gobierno.⁴³

El periodo inflacionario internacional de finales de 1980 y el desorden monetario de los años 70, fueron precedentes del periodo hiperinflacionario peruano entre 1988 y 1990. Tras el programa de Gran Estabilización peruana, que inició en agosto de 1990, comenzó el periodo de desinflación más largo de la historia peruana.⁴⁴ Este programa revirtió exitosamente la hiperinflación y marcó el trayecto decreciente de la inflación a una senda de inflación sostenida y estable.

Desde 2001, un año antes de la adopción de las Metas Explícitas de inflación, inició el periodo de mayor estabilidad de precios en la historia económica del Perú de los últimos 100 años.⁴⁵ En este periodo, la economía peruana también ha enfrentado choques de inflación, pero que han sido controlados por acciones preventivas de política monetaria del BCRP.

Durante el régimen de Metas Explícitas de Inflación, se cuentan cinco episodios de choques de inflación en el que las expectativas de inflación se desviaron transitoriamente del rango meta.⁴⁶ En todos estos episodios la política monetaria actuó de manera oportuna, por lo que las expectativas de inflación retornaron al rango meta luego de unos meses. Estos periodos de incrementos en la inflación y posterior desinflación fueron cortos, con una duración total de entre 2 y 14 meses.

El episodio actual de choques de inflación, que inició en julio de 2021, ha sido el más largo en la historia reciente de las últimas dos décadas: a noviembre de 2023 las expectativas están fuera del rango meta por 29 meses. Comparado con los escenarios previos, el actual ha superado al periodo de choque inflacionario y desinflación previo más largo registrado, entre enero de 2008 y febrero de 2009.

42 El 28 de abril de 1931 se transformó el BRP en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). En esta fecha se establece que la función principal del BCRP sería el mantenimiento de la estabilidad de la moneda.

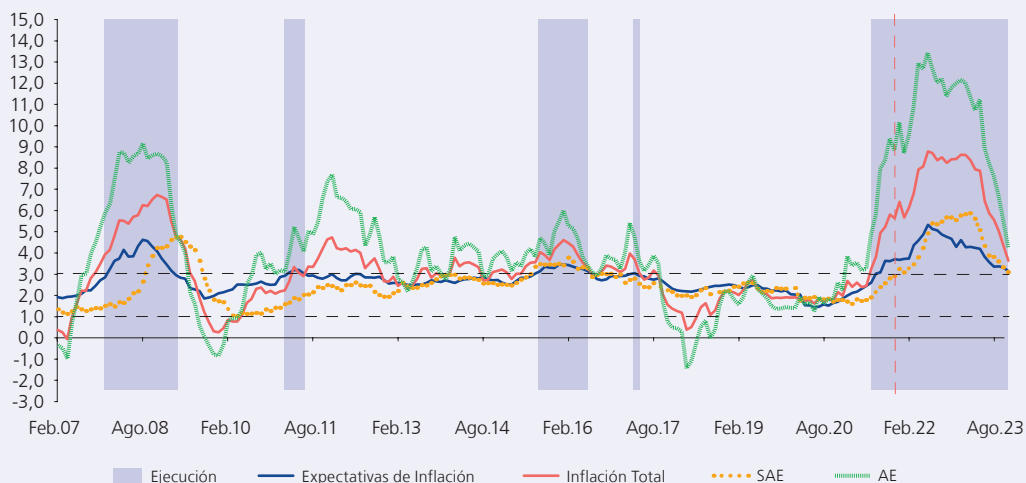
43 Cabe precisar que entre 1949 y 1954 se estableció un régimen de tipo de cambio dual, aunque eventualmente fue solo de jure, más no de facto.

44 Este programa de estabilización incluyó el fortalecimiento significativo de la autonomía del Banco Central, en la vigente Constitución de 1993, que establece que esta se da en el marco de su Ley Orgánica y le asigna como única finalidad la preservación de la estabilidad monetaria.

45 Si bien el esquema de Metas Explícitas de inflación inició formalmente en enero de 2002, ya desde 2001 el BCRP venía realizando acciones de transición. Así, en marzo de 2001 se realizó una conferencia de metas de inflación en el Perú, organizada de manera conjunta entre el BCRP y el FMI, donde se presentó un análisis del caso peruano, y se dieron, los primeros pasos para anunciar el esquema de metas explícitas de inflación, que se adoptaría a partir del año siguiente.

46 El Recuadro *La Respuesta de Política Monetaria Ante Choques de Oferta* del Reporte de Inflación de marzo 2022, describe los 4 eventos pasados de choques de inflación. Ver: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/marzo/ri-marzo-2022-recuadro-6.pdf>

CHOQUES DE INFLACIÓN DESDE 2002: EPISODIOS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN FUERA DEL RANGO META



Episodios	Fechas	Duración 1/	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación SAE	Max. Inflación AE	Max. Tipo de Cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses (21 meses)	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun11	4 meses (16 meses)	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses (16 meses)	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses (9 meses)	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6
Episodio 5	Jul21 - ...	29 meses (30 meses) 2/	5,4	8,8	5,9	13,5	4,1	15,5

1/ Entre paréntesis se presenta el tiempo en cual la inflación total se mantiene fuera del rango meta.
 2/ En el Episodio 5, el cálculo de la duración considera información ejecutada hasta noviembre 2023.

En este escenario, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú también ha actuado de forma oportuna e inició desde agosto 2021 un periodo de normalización de la posición de política monetaria, con una tasa de interés de política monetaria que se incrementó desde 0,25 por ciento hasta alcanzar un máximo de 7,75 por ciento en enero de 2023. Como resultado, desde el segundo trimestre de 2023, todos los indicadores tendenciales de inflación presentan variaciones interanuales cada vez menores respecto a los meses previos, aunque todavía se mantienen por encima del rango meta. Las expectativas de inflación 12 meses adelante también vienen revirtiendo consistentemente y se espera que estas alcancen el rango meta de la inflación a inicios del próximo año. Estas reducciones continuas e ininterrumpidas en estos indicadores dan señales cada vez más claras de una tendencia consistente a la baja en la inflación sin alimentos y energía y la inflación total. Consistente con esta reversión de inflación, desde setiembre de 2023 el BCRP empezó a adoptar una postura de política monetaria cada vez menos restrictiva.

Conclusión

La experiencia internacional y peruana muestran que la lucha ante choques inflacionarios puede ser prolongada. En todos los procesos de desinflación exitosos la consistencia de mantener políticas macroeconómicas restrictivas es clave, en particular la de política monetaria. Aunque los choques inflacionarios conllevan costos, las desinflaciones exitosas no se asocian con mayores deterioros en producción, empleo o salarios en el largo plazo, indicando el valor de la credibilidad y estabilidad macroeconómica.

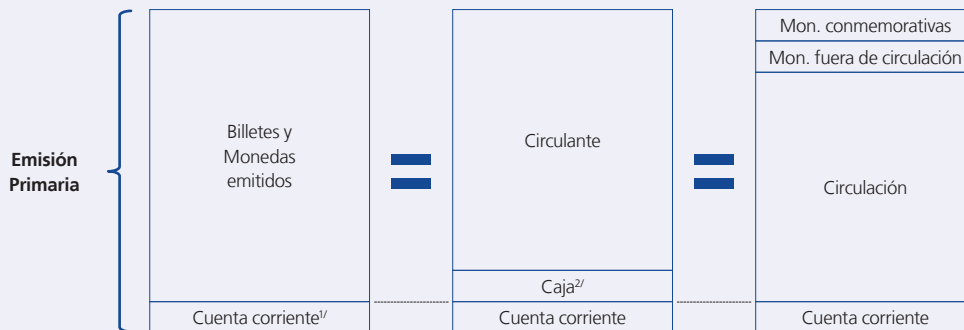


Recuadro 6 HECHOS ESTILIZADOS DE CIRCULACIÓN POR DENOMINACIÓN

En el presente recuadro se muestra la evolución del efectivo (billetes y monedas) emitido por el banco central en sus diferentes denominaciones, con énfasis en el periodo comprendido entre diciembre de 2019 y noviembre de 2023.

El banco central, dentro de las funciones conferidas por su Ley Orgánica, regula la base monetaria, y emite billetes y monedas. Por un lado, la emisión primaria o base monetaria, tiene un componente no físico⁴⁷ en forma de cuenta corriente o depósitos a la vista en el banco central. La emisión primaria tiene además un componente físico: los billetes y monedas emitidos.

EMISIÓN PRIMARIA, BILLETES Y MONEDAS Y CIRCULACIÓN



1/ Depósitos de cuenta corriente de las sociedades de depósito en el BCRP.
2/ Fondos en bóvedas propias de las sociedades de depósito.

Mientras que el banco central administra la emisión primaria en su conjunto, las entidades financieras (sociedades de depósito) a través de su gestión de liquidez determinan la composición entre billetes y monedas y cuenta corriente. Las entidades buscan la recepción y provisión de efectivo a sus clientes de manera eficiente, para esta última requieren niveles adecuados de caja. Asimismo, requieren de cuenta corriente en el BCRP para la realización de operaciones interbancarias. Éstas pueden retirar o depositar en sus cuentas corrientes usando sus fondos en caja. Así el nivel de su caja y cuenta corriente⁴⁸ de estas entidades es afectada por: i) la demanda de efectivo del público; ii) las necesidades de cuenta corriente; y iii) los costos y beneficios asociados al proceso de manejo de efectivo.

De forma similar, la composición entre las diferentes denominaciones está condicionada por la demanda del público y la disponibilidad de la oferta del banco central. Las denominaciones más bajas suelen ser más demandas por fines transaccionales mientras que las más altas para fin de reserva de valor y son menos aceptadas por el público. Los billetes y monedas en circulación, en adelante circulación, efectivamente se usan como dinero en posesión del público y se hallan en las entidades financieras, excluyendo las monedas conmemorativas⁴⁹ y denominaciones retiradas de circulación⁵⁰.

47 Son anotaciones de cuenta.

48 Las sociedades de depósito (bancos, financieras, cajas municipales y rurales) usan su caja y cuenta corriente como fondos de encaje para cumplimiento del requerimiento de encaje.

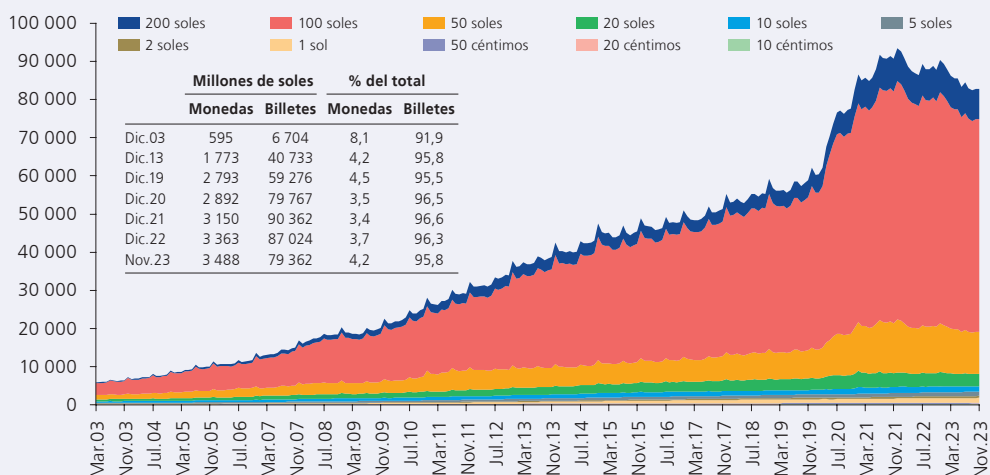
49 Son monedas que conmemoran personajes o eventos especiales, con diseños limitados y acuñadas en aleaciones más valiosas por lo que se transan en mercados especializados.

50 Las monedas de 1 y 5 céntimos salieron de circulación en 2011 y 2019, respectivamente. Siguen siendo de curso legal y deben ser aceptados como medio de pago, pero se hallan en proceso de retiro de circulación: los bancos deben recibirlas al público y cambiarlas en el banco central por otras denominaciones.

La circulación ha tenido una tendencia creciente en términos de valor, solo interrumpida por el proceso de normalización de política monetaria a partir de la segunda mitad de 2021. Históricamente, la mayor parte de la circulación corresponde a billetes y su participación se incrementó en términos de valor de 91,9 por ciento en 2003 a 95,8 por ciento en noviembre 2023. Así también, las denominaciones más altas de 200 y 100 soles han tomado mayor participación a lo largo del tiempo pasando a representar el 10 y 67 por ciento a noviembre de 2023, respectivamente (4 y 55 por ciento en 2003, respectivamente).

CIRCULACIÓN POR DENOMINACIÓN

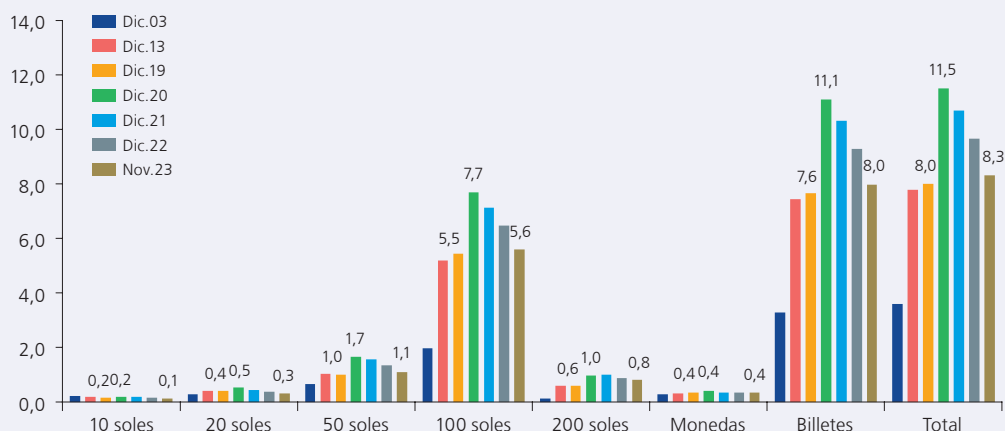
(Millones de soles)



Durante la crisis del COVID-19, la posición expansiva de la política monetaria del banco central permitió que la emisión primaria aumente de 8 al 12 por ciento del PBI entre 2019 y 2020. Esto se reflejó en el incremento de la circulación, que pasó de representar del 8 al 11,5 por ciento del PBI, nivel máximo de las tres últimas décadas. En dicho periodo, tuvieron lugar diferentes medidas del Gobierno que afectaron la demanda de efectivo: bonos extraordinarios que debían ser retirados en forma de efectivo inicialmente y medidas de disposición de fondos de cuentas de CTS y AFP. En este contexto de incertidumbre, la demanda precautoria de los agentes jugó un rol importante en el incremento de la preferencia de efectivo. La expansión se materializó principalmente en los billetes de 100 soles, incrementándose 2,2 puntos porcentuales del PBI. Ello se explicaría por la conveniencia del alto valor de dicha denominación frente a la denominación de 200 soles que tiene menor rotación.

CIRCULACIÓN POR DENOMINACIÓN

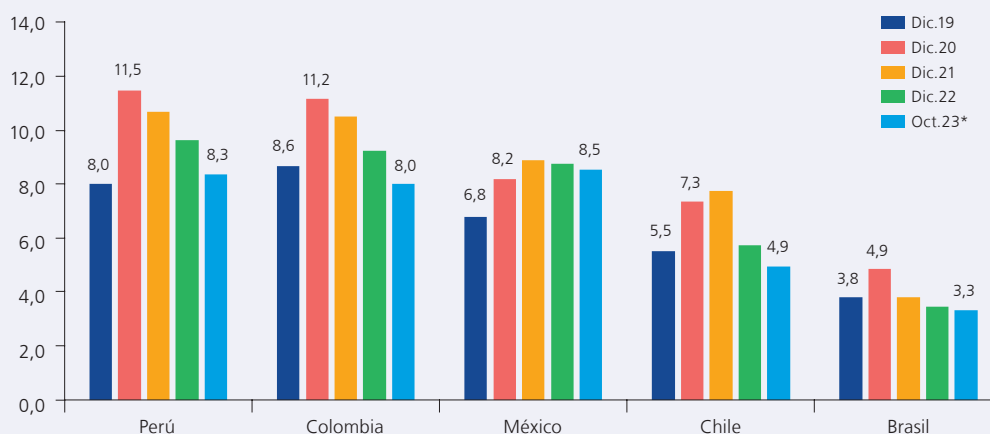
(% del PBI)



Con la posterior normalización de la política monetaria, el efectivo en circulación ha venido reduciéndose continuamente y se halla actualmente en niveles similares al de prepandemia en términos del PBI. Asimismo, con la pandemia se ha observado un mayor uso de medios electrónicos de pago en diversas economías.

En el Perú se ha implementado la integración de las principales billeteras digitales, innovaciones que mejoran la eficiencia de los sistemas de pagos y hacen menos necesario el uso de efectivo, por lo que puede estar ocurriendo un cambio estructural en las preferencias del público, lo que haría incierto que la demanda de efectivo retorne completamente a niveles prepandemia. En Chile, Colombia y Brasil, por ejemplo, los billetes y monedas en circulación en términos del PBI retrocedieron frente a fines de 2019; sin embargo, en México, la expansión de efectivo se mantiene en niveles similares a los de pandemia.

LATAM: BILLETES Y MONEDAS EMITIDOS (% del PBI)



*A agosto y setiembre de 2023, para Colombia y Chile, respectivamente.
Fuente: Bancos centrales.

Por otro lado, el atributo de anonimidad que tiene el uso de billetes y monedas los hace más atractivos para agentes que buscan protección de sus datos y mayor privacidad⁵¹, algunos de los cuales potencialmente vinculados a actividades informales o ilícitas⁵². La circulación también es atractiva por su no dependencia a medios electrónicos que los hace resilientes a los eventuales problemas de estos canales. Así, si bien se evidencia en el mundo un incremento del uso de medio de pagos digitales, la demanda de efectivo aún se mantiene robusta⁵³.

En conclusión, la circulación está conformada mayoritariamente por billetes. Entre las distintas denominaciones, se observa que ha evolucionado en su composición con cada vez mayor participación de billetes y denominaciones altas de 100 y 200 soles. Luego del incremento sustancial durante la crisis del COVID-19, la circulación se ubica en niveles similares a los de prepandemia en términos del PBI.

51 Borgonovo, E., Caselli, S., Cillo, A., Masciandaro, D., & Rabitti, G. (2021). *Money, privacy, anonymity: What do experiments tell us?* Journal of Financial Stability.

Choi, S., Kim, Y. S., Kim, B., & Kwon, O. (2022). *Central Bank Digital Currency and Privacy: A Randomized Survey Experiment*.

52 Reimers, H.-E., Schneider, F., & Seitz, F. (2020). *Payment Innovations, the Shadow Economy and Cash Demand of Households in Euro Area Countries*.

53 Skibińska-Fabrowska, I. (2023). *Demand for Cash and its Determinants—A Post-Crisis Approach*.

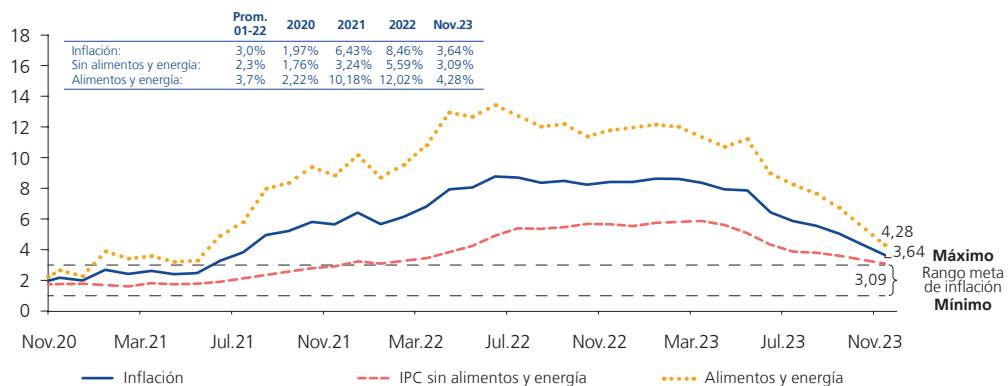
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

75. La **inflación** interanual continuó disminuyendo, pasando de 5,58 por ciento en agosto a 3,64 por ciento en noviembre de 2023, aunque se mantuvo por encima del rango meta.

Los componentes que más contribuyeron a la desaceleración de la inflación interanual entre agosto y noviembre fueron cebolla, limón, comidas fuera del hogar, huevos y transporte local. La inflación sin alimentos y energía disminuyó de 3,81 a 3,09 por ciento en el mismo periodo, principalmente por transporte local, suministro de agua, productos para el cuidado personal, transporte aéreo internacional y vehículos a motor. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación también mostraron una tendencia interanual decreciente entre agosto y noviembre; no obstante, aún se mantienen por encima del rango meta.

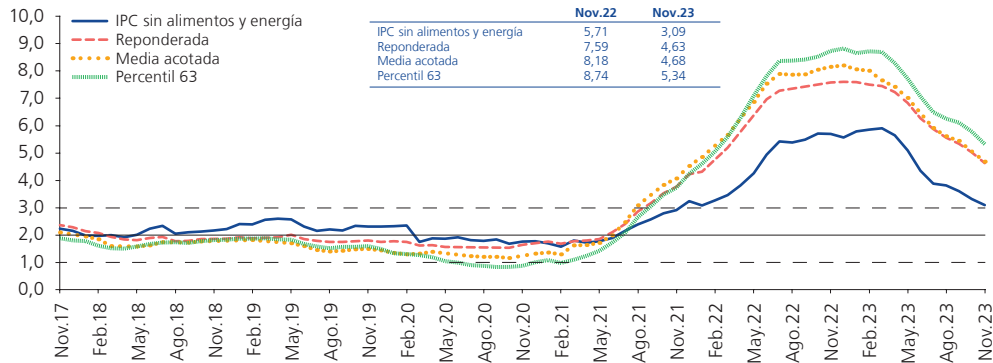
Gráfico 77
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: BCRP.



Gráfico 78
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



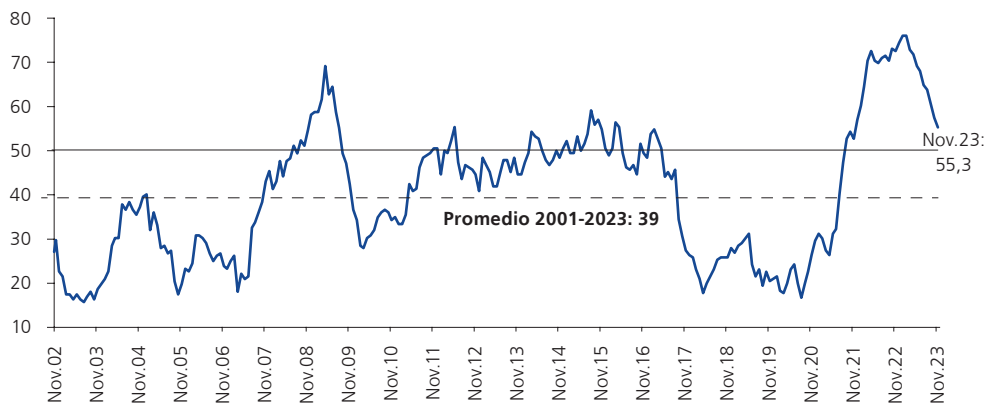
Nota:

- 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.

Fuente: BCRP.

76. De 186 rubros en el Índice de Precios del Consumidor, el 55 por ciento registró una variación interanual mayor al 3 por ciento. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero y ha venido disminuyendo a partir de marzo, sin embargo, continuó por encima de su promedio de largo plazo.

Gráfico 79
PORCENTAJE DE RUBROS DEL IPC CON VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS MAYOR A 3%



	Nov.22	Dic.22	Ene.23	Feb.23	Mar.23	Abr.23	May.23	Jun.23	Jul.23	Ago.23	Set.23	Oct.23	Nov.23
Índice	73	74	76	76	73	72	69	68	65	64	61	57	55
Número de rubros:													
Rubros con variación mayor a 3%	135	140	143	143	137	135	130	128	122	120	114	108	104
Rubros con variación menor a 3%	51	48	45	45	51	53	58	60	66	68	74	80	84

Fuente: BCRP.

77. Los rubros más ligados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y al Índice de Precios al por Mayor (IPM) contribuyeron con -0,03 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y noviembre (2,82 por ciento). Como referencia, en diciembre de 2020, estos mismos rubros contribuyeron con 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual (2,0 por ciento), mientras que en 2021 contribuyeron con 3,6 puntos porcentuales a la

inflación anual (6,4 por ciento) y en 2022 con 2,1 puntos porcentuales a la inflación anual (8,46 por ciento).

Cuadro 35
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso Base 2009	Var.% 12 m. Dic.20	Contr. Pond. Dic.21	Var.% 12 m. Dic.21	Contr. Pond. Dic.21	Peso Base Dic.21	Var.% 12 m. Dic.22	Contr. Pond. Dic.22	Var.% 12 m. Nov.23	Contr. Pond.
IPC = (5) + (6)	100,00	1,97	1,97	6,43	6,43	100,00	8,46	8,46	3,64	3,64
(1) Vinculados al tipo de cambio	14,06	1,66	0,21	4,25	0,54	14,58	5,19	0,76	2,12	0,30
(2) Vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio = (a) + (b)	9,83	2,15	0,19	28,52	2,51	7,99	11,40	0,91	-1,94	-0,16
(a) Vinculados a commodities de alimentos	7,03	4,83	0,30	21,32	1,35	5,84	15,21	0,89	0,07	0,00
(b) Combustibles	2,79	-4,20	-0,11	47,20	1,15	2,15	1,05	0,02	-7,97	-0,17
(3) Relacionados al IPM	1,64	3,03	0,06	11,57	0,22	1,37	7,90	0,11	1,32	0,02
(4) Relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95	6,73	0,24	9,50	0,35	2,62	11,46	0,30	-6,51	-0,18
(5) = (1)+(2)+(3)+(4)	28,47	2,58	0,70	13,31	3,63	26,56	7,82	2,08	(-0,07)	-0,02
(6) Resto del cual	71,54	1,75	1,27	3,86	2,81	73,44	8,69	6,38	(4,98)	3,65
Comidas fuera del hogar	11,74	1,00	0,14	3,65	0,49	15,45	9,70	1,50	7,12	1,11
Transporte	8,87	2,47	0,21	3,95	0,33	9,14	12,30	1,12	2,73	0,26
Servicios sin transporte y agua	24,61	1,62	0,39	1,75	0,41	28,44	3,40	0,97	3,11	0,85
Alimentos perecibles agrícolas	5,20	0,68	0,04	4,10	0,24	5,04	26,52	1,34	7,04	0,40

(1) Incluye aparatos electrodomésticos, artículos del ciudadano personal, artículos de limpieza, productos medicinales, vehículos a motor, repuestos de vehículos, reparación de vehículos, alquileres y pasajes de avión

(2a) Incluye carne de pollo, pan, azúcar, fideos, aceites y huevos

(2b) Incluye combustibles para vehículos, gas doméstico, combustibles sólidos y gas natural para la vivienda

(3) Incluye consumo de agua

(4) Incluye electricidad

Fuente: BCRP

78. En cuanto a la evolución de la inflación en 2023, entre enero y noviembre, el nivel general de precios aumentó 2,82 por ciento. Este resultado se explica principalmente por el incremento de los precios del grupo alimentos y bebidas (4,2 por ciento), que contribuyó con 1,75 puntos porcentuales a la inflación del periodo. Ello en parte fue contrarrestado con la disminución de 6,3 por ciento en los precios de los combustibles y de la electricidad (-0,29 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 36
INFLACIÓN
(Variación porcentual interanual)

	Peso	Dic.20	Dic.21	Dic.22	2023	
					Nov.23-Dic.22*	Nov.23/Nov.22
IPC	100,0	1,97	6,43	8,46	2,82	3,64
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	1,76	3,24	5,59	2,53	3,09
a. Bienes	17,4	1,5	2,6	5,3	2,6	3,0
b. Servicios	37,9	1,9	3,6	5,7	2,5	3,1
Educación	8,6	2,0	1,6	3,9	6,4	6,4
Salud	1,5	1,2	2,8	7,3	3,4	3,6
Transporte	9,1	2,5	3,7	12,3	0,9	2,7
Otros	18,7	1,6	1,7	3,2	1,4	1,8
2. Alimentos y energía	44,7	2,22	10,18	12,02	3,15	4,28
a. Alimentos y bebidas	40,0	2,2	8,0	12,6	4,2	5,6
Alimentos dentro del hogar	24,5	2,9	9,8	14,5	3,0	4,7
Comidas fuera del hogar	15,5	1,0	4,5	9,7	6,3	7,1
b. Combustibles y electricidad	4,8	2,1	24,4	6,8	-6,3	-7,1
Combustibles	2,1	-4,2	47,2	1,0	-4,8	-8,0
Electricidad	2,6	6,7	9,5	11,5	-7,3	-6,5

* Variación porcentual acumulada
Fuente: BCRP.



79. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-noviembre fueron comidas fuera del hogar, transporte local, productos para el cuidado personal y educación superior y primaria (1,67 puntos porcentuales a la inflación). Los rubros con mayor contribución negativa fueron papa, electricidad, pollo, pescado y limón (-0,81 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 37
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - NOVIEMBRE 2023

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	6,3	0,98	Papa	0,7	-26,3	-0,34
Transporte local	8,1	2,3	0,20	Electricidad	2,6	-7,3	-0,20
Productos para el cuidado personal	4,0	4,6	0,18	Carne de pollo	2,7	-4,0	-0,10
Educación superior	4,3	3,9	0,16	Pescado fresco marítimo	0,7	-14,6	-0,10
Educación primaria	1,6	10,4	0,15	Limón	0,2	-27,8	-0,08
Educación secundaria	1,3	10,7	0,13	Combustibles para vehículos	1,1	-5,7	-0,06
Otras frutas frescas	0,6	18,0	0,11	Transporte terrestre nacional	0,3	-19,8	-0,05
Arroz	1,2	8,8	0,10	Transporte aéreo internacional	0,5	-8,7	-0,05
Choclo	0,1	76,1	0,09	Gas doméstico	0,8	-5,6	-0,04
Carne de vacuno	1,0	9,5	0,09	Aceite vegetal	0,4	-8,2	-0,03
Total			2,19	Total			-1,05

Fuente: BCRP.

Alimentos

Los precios de alimentos como limón y carne de pollo disminuyeron en el periodo enero-noviembre ante la reversión de los choques de ofertas registrados en los primeros meses del año. En el caso de otros productos alimenticios como aceite vegetal, el descenso del precio respondió a la menor cotización internacional de los insumos importados utilizados en su elaboración. La mayor disponibilidad de otros alimentos, como pescado fresco marítimo, también dio lugar a la disminución de los precios. En contraste, se atenuaron las rebajas que se venían registrando en el primer semestre del año en los precios de productos agrícolas como papa, y subieron los precios del arroz y del choclo, por una menor oferta.

La mayor alza de precio en el periodo enero-noviembre se registró en las comidas fuera del hogar: este rubro aumentó 6,3 por ciento en dicho periodo y alcanzó en noviembre un incremento interanual de 7,1 por ciento, tasa mayor al de los alimentos y bebidas dentro del hogar (4,7 por ciento). Este resultado reflejó la mayor concurrencia del público a los restaurantes desde el término de la pandemia.

El rubro “otras frutas frescas” también registró una variación positiva (18,0 por ciento) por las alzas de los precios de febrero y marzo. El abastecimiento de cultivos como la fresa, que procede de los valles de la región Lima, disminuyó en esos meses por las lluvias que arrasaron las cosechas en marzo. El mango fue otro producto afectado por las alteraciones climáticas; las inundaciones de las plantaciones en Piura debido a las lluvias y desbordes de los ríos, dificultó las cosechas. No obstante, a partir de julio los precios de este rubro comenzaron a disminuir ante la mayor oferta estacional, y por el menor impacto de las alteraciones climáticas en los procesos de floración de algunas variedades de mango como “Edward”.

El precio del arroz subió 8,8 por ciento. La producción de este cereal en la costa norte también estuvo afectada por las fuertes lluvias de marzo y abril, lo que disminuyó las cosechas, dando lugar a un menor ingreso del producto en el canal mayorista.

El precio del choclo aumentó 76,1 por ciento, presentando las mayores alzas en octubre y noviembre. La oferta de este producto disminuyó por las menores siembras en Lima, principal región abastecedora en esos meses; a ello se sumó el aumento de la temperatura en la costa central, lo que afectó los rendimientos.

El precio de la papa presentó sucesivas disminuciones hasta julio, lo que contribuyó a la variación negativa de 26,3 por ciento en el periodo enero-noviembre. Las lluvias en febrero y marzo llevaron a acelerar las cosechas en la sierra central, principalmente en Junín, también favorecidas por las menores anomalías de la temperatura desde abril. Sin embargo, esta situación se revirtió a partir de agosto, ante el término de la campaña grande en la sierra central. Posteriormente, los precios siguieron subiendo tanto por la menor oferta estacional de Huánuco, principal lugar de procedencia de la variedad “amarilla”, como por el ingreso irregular de la variedad “blanca” procedente de esa región y de Ica y Lima. En este resultado influyeron las alteraciones climáticas que afectaron los rendimientos, como la falta de lluvias en las zonas altoandinas en gran parte de la campaña agrícola, y el clima más cálido en la costa central.

En el caso de la carne de pollo, los precios aumentaron en los meses de febrero y marzo ante el menor volumen comercializado; ello debido principalmente a la dificultad de la industria avícola de abastecerse de insumos en forma oportuna, por efecto de los bloqueos de las carreteras registrados desde la última semana de noviembre 2022. A ello se sumó la mayor mortandad de las aves por la influenza aviar. La posterior recuperación de la oferta no tuvo como contrapartida una mayor demanda, dando lugar a la disminución de los precios en los siguientes meses; ello en un contexto de menores costos de producción, por la menor cotización internacional del maíz amarillo duro y por la mayor disponibilidad y menor precio de la soya.

El precio del limón disminuyó 27,8 por ciento en el periodo enero-noviembre, luego de revertir el alza registrada en los primeros ocho meses del año (62,3 por ciento). La producción de este cítrico estuvo afectada por las lluvias e inundaciones ocurridas en marzo y abril en la costa norte, lo que alteró el proceso de floración y dio lugar a enfermedades fungosas. Posteriormente, los precios bajaron en octubre y noviembre como consecuencia de la mayor producción estacional.

Bienes

Los precios de los productos de cuidado personal subieron 4,6 por ciento en el periodo enero-noviembre. Este rubro agrupa a productos con un alto componente importado, o que se importan ya elaborados, como champús, papel higiénico, pañales, protector solar, jabón de tocador, colonia y cremas faciales. Con este resultado, el rubro acumuló un incremento de 6,1 por ciento en los últimos doce meses.

Servicios

Los precios del transporte local registraron sucesivas alzas a lo largo del periodo enero-noviembre (2,3 por ciento) debido al incremento de los pasajes en mototaxi y taxi. En este resultado influyó el mayor precio de algunos combustibles en determinados meses, como el alza del gas licuado de petróleo vehicular en setiembre, motivado por una menor oferta del producto importado; ello debido al menor desembarque por la ocurrencia de oleajes anómalos. En contraste, los precios de los pasajes de transporte terrestre nacional disminuyeron 19,8 por ciento, lo que reflejó la competencia entre las empresas para incrementar la venta de pasajes; aún no se recuperarían los niveles de antes de la pandemia,





en un contexto de mayor oferta de vuelos nacionales. Asimismo, el transporte aéreo internacional disminuyó 8,7 por ciento, ante el incremento de los vuelos a diversos destinos.

La educación primaria subió 10,4 por ciento por el incremento en las matrículas correspondientes al inicio del año lectivo, y el incremento de las pensiones ante el retorno de las clases presenciales diarias. En 2022 las clases presenciales se realizaron solo en algunos días de la semana, y se complementaron con clases virtuales. De manera similar, los rubros de educación secundaria y superior también subieron 10,7 y 3,9 por ciento, respectivamente.

Energía

El precio promedio de los combustibles líquidos disminuyó 5,7 por ciento en el periodo enero-noviembre, reflejando el menor precio de los gasoholes. En este resultado influyó la rebaja del precio de refinería, que siguió la tendencia a la baja del precio internacional de paridad, pero con una magnitud menor; la brecha entre ambos precios se mantuvo elevada. Por otra parte, el margen minorista registró una recuperación, lo que impidió una mayor disminución del precio final.

Las tarifas de electricidad disminuyeron 7,3 por ciento, registrándose una serie de rebajas, principalmente en los meses de febrero, mayo y agosto.

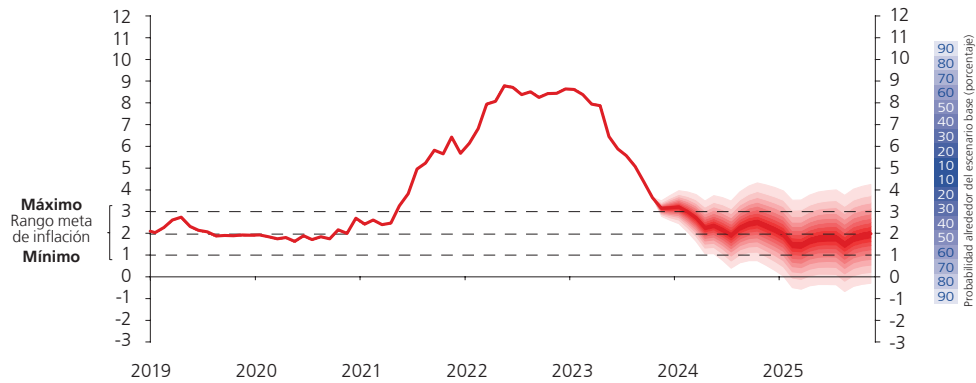
El reajuste en febrero respondió a la reducción de la prima por recursos energéticos renovables (RER), por un aumento del precio spot; también se debió al ajuste trimestral del precio a nivel de generación y de los recargos cobrados en el componente de transmisión principal, y al menor recargo por concepto del Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE). En mayo la rebaja se debió al impacto del menor tipo de cambio y la aplicación de los mecanismos de compensación de las diferencias entre el precio a nivel de generación, definido ex ante por OSINERGMIN, y los precios de los contratos de licitación. Posteriormente en agosto se procedió a la revisión de los precios de generación (liquidación trimestral del periodo febrero-abril 2023 del mecanismo de compensación entre usuarios regulados), lo que dio lugar a una nueva rebaja de las tarifas; en esa oportunidad también se consideró la reducción del factor de recargo por el Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE), así como la actualización del Cargo Fijo y del Valor Agregado de Distribución según la variación del índice de precios al por mayor, del tipo de cambio y de los precios del cobre y aluminio

Los precios del gas doméstico disminuyeron 5,6 por ciento ante los reajustes de la banda de precios a lo largo del periodo, parcialmente compensada por el aumento del margen de envasado, comercialización y distribución.

Proyecciones

80. El BCRP diseña e implementa sus acciones de política monetaria en respuesta a la proyección de la inflación y de sus determinantes. Para ello se toma 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 asociadas tanto a factores de demanda como de oferta. Asimismo, parte del proceso de elaboración de las proyecciones de inflación contempla la cuantificación de la incertidumbre a través de distintas herramientas y modelos y, posteriormente, la especificación de escenarios de riesgo junto con sus probabilidades de ocurrencia. A continuación, se presenta el escenario base de proyección de la inflación, y el balance de riesgos que podrían ocasionar un eventual desvío respecto a dicho escenario.

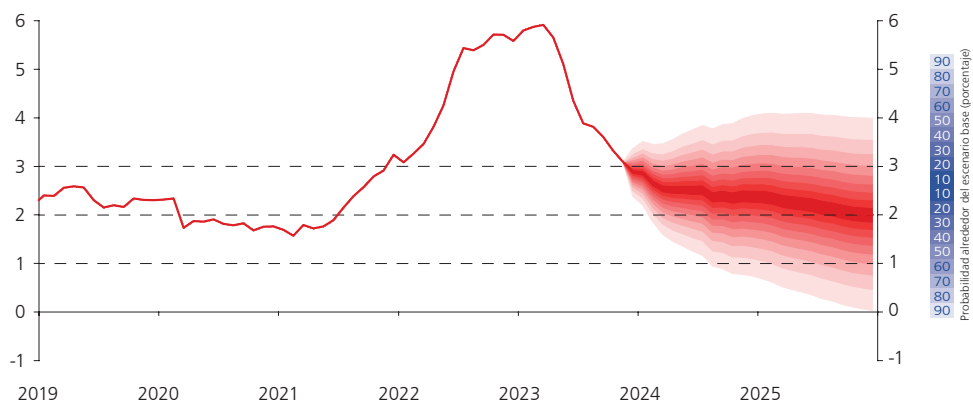
Gráfico 80
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2023-2025
 (Variación porcentual últimos doce meses)



Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la inflación en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza.
 Fuente: BCRP.

Se espera una tasa de inflación de 3,1 por ciento a fines de 2023, lo cual implica una revisión a la baja respecto a lo esperado en el Reporte de setiembre (3,8 por ciento). Esta revisión se debe a la reversión del impacto de choques de oferta en los precios de alimentos observada en los últimos meses. Respecto a la inflación tendencial, medida por la variación interanual de los precios sin alimentos y energía, se estima que retornaría al rango meta hacia fines del presente año. De esta forma, la inflación se irá reduciendo en el horizonte de proyección, retornaría al rango meta a comienzos del segundo trimestre de 2024 y cerraría ese año en 2,3 por ciento.

Gráfico 81
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA (SAE): 2023-2025
 (Variación porcentual últimos doce meses)



Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación sin alimentos y energía (SAE) a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la inflación SAE en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza.
 Fuente: BCRP.

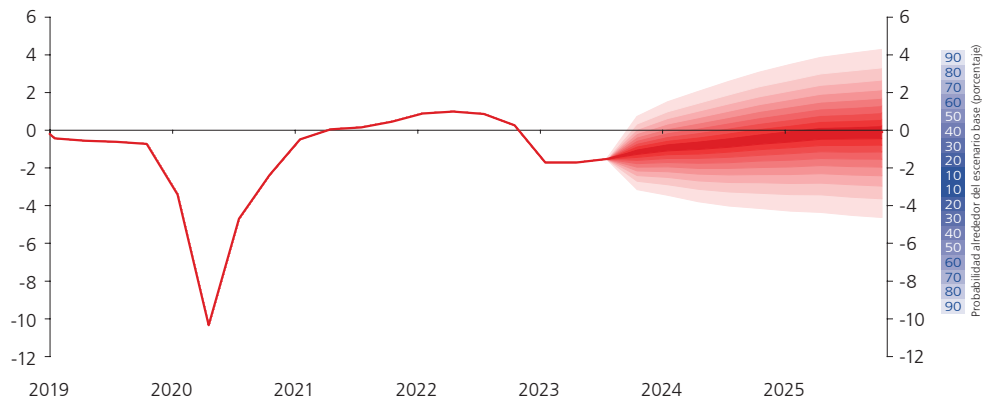
Además de la reversión de los efectos de choques de oferta, esta proyección asume que los efectos de los factores transitorios como el tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y de granos se disipen, en un contexto en el cual la actividad económica se



va acercando a su nivel potencial, y las expectativas de inflación muestran una tendencia decreciente hacia el valor medio del rango meta.

81. La baja confianza empresarial que se viene registrando se irá recuperando gradualmente y se espera que los términos de intercambio se mantengan en niveles favorables. Con ello se espera que la brecha del producto se vaya cerrando en el horizonte de proyección.

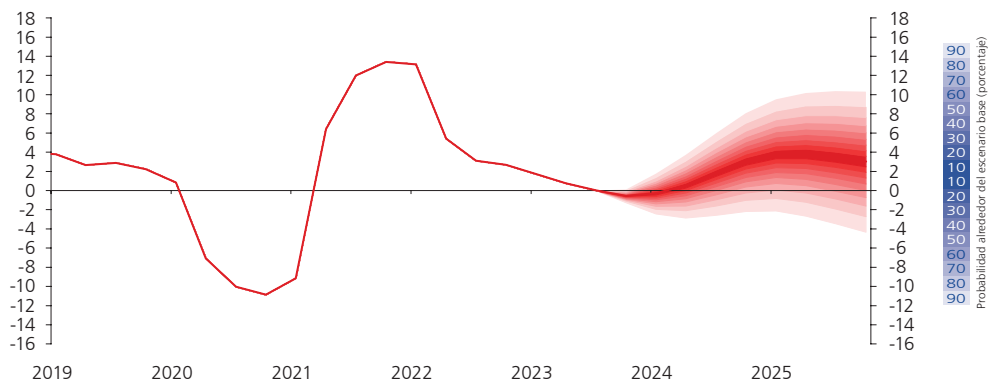
Gráfico 82
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2023-2025
(Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)



Nota: Este fan chart (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la brecha del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la brecha del producto en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza.
Fuente: BCRP.

82. En línea con la evolución de la brecha del producto y el estimado del PBI potencial se prevé un crecimiento moderado del nivel de actividad económica.

Gráfico 83
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2023-2025
(Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)

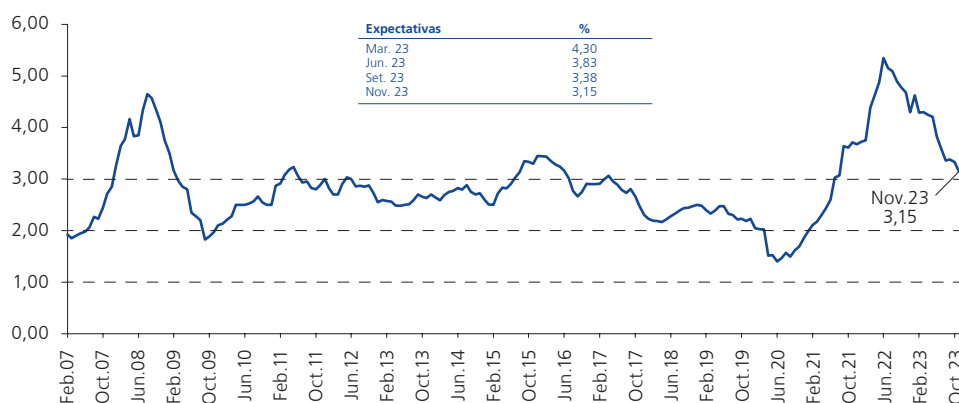


Nota: Este fan chart (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección del crecimiento del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución del crecimiento del producto en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza.
Fuente: BCRP.

83. 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 3,7 y 4,5 por ciento para 2023 (entre 4,0 por ciento y 5,0 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre 2023), entre 3,0 y 4,0 por ciento para 2024 (entre 2,95 por ciento y 4,0 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre 2023), y entre 2,5 y 3,0 por ciento para 2025. Las expectativas de inflación a 12 meses en noviembre de 2023 descendieron a 3,15 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 84
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 38
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentaje)

	RI Jun.23	RI Set.23	RI Dic.23
Sistema Financiero			
2023	4,90	4,25	4,15
2024	3,50	3,00	3,15
2025			2,50
Analistas Económicos			
2023	4,90	4,00	3,70
2024	3,00	2,95	3,00
2025			2,50
Empresas No Financieras			
2023	6,00	5,00	4,50
2024	4,00	4,00	4,00
2025			3,00

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

84. Otro determinante de la inflación es el componente importado, que combina el efecto de los precios internacionales de los productos que importa nuestro país (como petróleo, trigo, soya y maíz) 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 reduzcan en 6,6 por ciento en 2023, principalmente por la reducción en los precios del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y soya; mientras que para 2024 y 2025 se espera un incremento en los precios promedios de importación de 0,7 y 0,5 por ciento, respectivamente. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de noviembre muestran niveles entre S/ 3,77 y S/ 3,80 para 2023, de S/ 3,80 para 2024 y entre S/ 3,80 y S/ 3,85 para 2025.





Cuadro 39
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (En soles por dólar)

	RI Jun.23	RI Set.23	RI Dic.23
Sistema Financiero			
2023	3,80	3,70	3,80
2024	3,75	3,70	3,80
2025			3,82
Analistas Económicos			
2023	3,70	3,73	3,77
2024	3,80	3,80	3,80
2025			3,85
Empresas No Financieras			
2023	3,80	3,70	3,80
2024	3,80	3,80	3,80
2025			3,80

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

Se prevé que los efectos mencionados anteriormente contribuyan a que la inflación retorne al rango meta en los próximos meses y continúe disminuyendo hasta ubicarse en el centro de dicho rango en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

85. Se reduce el sesgo al alza en el balance de riesgos de la proyección de inflación respecto al Reporte de setiembre, lo que está sustentado en los siguientes choques:

- **Choques de precios de alimentos, energía y fletes**

La ocurrencia de fenómenos naturales de relativa intensidad podría interrumpir el desarrollo de algunas actividades económicas, el traslado de bienes perecibles y el abastecimiento de los mercados internos. Estos potenciales eventos podrían traducirse en mayores precios de alimentos y costos de transporte. El impacto esperado de este riesgo en todo el horizonte de proyección se reduce en comparación a lo presentado en el Reporte de setiembre. Sin embargo, las cadenas de suministros globales podrían afectarse por factores climáticos que impacten en el transporte marítimo (por ejemplo, el bajo nivel de agua en el canal de Panamá). Además, se mantiene la posibilidad de una mayor incidencia durante los meses de verano de 2024 ante la eventualidad de un Fenómeno El Niño costero de condición fuerte o extraordinario.

Por otro lado, las tensiones geopolíticas se mantienen tanto en Europa del Este, China y medio oriente con un riesgo moderado de intensificación, lo que aún genera temores de escasez global de alimentos y energía. Asimismo, las tensiones comerciales entre Estados Unidos, China y otras economías podrían generar nuevos riesgos de ruptura de cadenas de suministros.

- **Choques de demanda interna**

La ocurrencia de episodios de inestabilidad política y de conflictividad social podrían deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo y de la inversión privada, así como retraer la ejecución del gasto público. El menor gasto de inversión tanto pública como privada conduciría a una menor acumulación de capital y, por tanto,

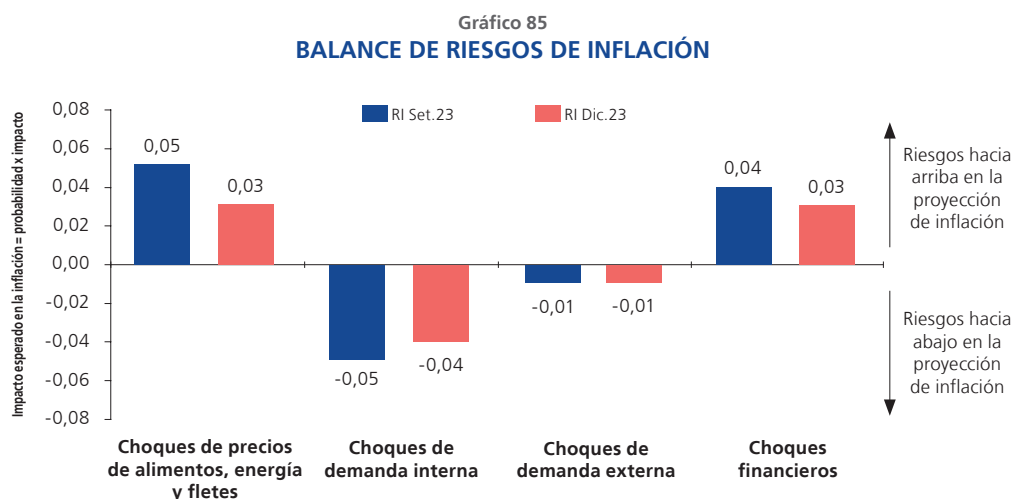
a un menor crecimiento potencial de la actividad económica. El impacto esperado de este riesgo se habría reducido respecto a lo previsto en setiembre.

- **Choques de demanda externa**

Subsiste el riesgo de una desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros principales productos de exportación (demanda externa). Este escenario contingente podría generarse por: (i) mayores tensiones geopolíticas; (ii) nuevas interrupciones en las cadenas globales de suministros (guerra tecnológica entre China y Estados Unidos, y tensiones comerciales entre Estados Unidos, China y otras economías avanzadas); (iii) el impacto de la inflación sobre el consumo; y (iv) la probable desaceleración del crecimiento económico de China. El impacto de este riesgo se mantiene en relación con lo presentado en el Reporte de Inflación anterior.

- **Choques financieros**

El incremento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales podría generar episodios de salida de capitales en economías emergentes. Por el lado doméstico, episodios de incertidumbre política y de conflictividad social podrían incrementar el riesgo país y amplificar la salida de capitales. Estos factores podrían generar presiones al alza del tipo de cambio, contribuyendo así a una mayor inflación, sin embargo, se espera que el impacto de este riesgo se haya reducido respecto a lo reportado en setiembre.



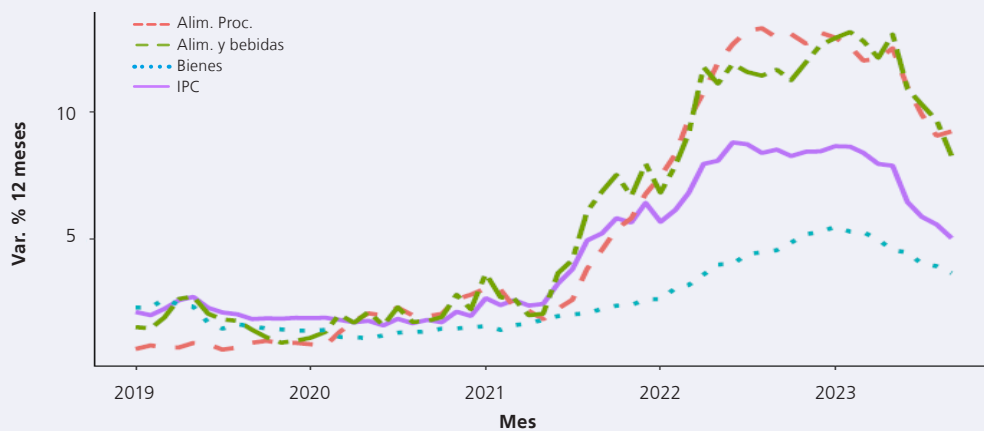
Recuadro 7

INDICADORES DE INFLACIÓN DE ALTA FRECUENCIA Y PATRONES DE PRECIOS DE SUPERMERCADOS

El proceso inflacionario en el Perú se ha caracterizado, desde inicios del milenio, por ser estable y con una tasa promedio similar al de países desarrollados, sin embargo, este periodo también es testigo de un número importante de choques de oferta inflacionarios que, en ocasiones, han llevado a la tasa de inflación a elevarse por encima de su rango meta. Un caso particular es el choque inflacionario que se ha observado desde mediados de 2021 y que llegó a su pico en junio de 2022 (8,81 por ciento a 12 meses). Los alimentos y bebidas, y en particular los alimentos procesados, tuvieron un incremento persistente en sus precios desde mediados de 2022. Para el caso de la variación porcentual de precios de bienes (parte del componente tendencial), también se vio tal comportamiento. Este tipo de episodio requiere de un seguimiento minucioso de los componentes de la canasta básica.

VARIACIÓN A 12 MESES DE COMPONENTES DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC)

(En %)



Fuente: INEI.

El análisis de la inflación, calculada sobre un índice agregado, se puede nutrir a partir del estudio y comprensión del proceso de formación de precios individuales⁵⁴. Ello se potencia cuando la disponibilidad de información es de alta frecuencia y no solo mensual o semanal. Este recuadro presenta cálculos de indicadores de inflación de alta con la nueva base de datos de precios de variedades de productos de supermercados.

Datos

Mediante el uso de técnicas de *web scraping* se obtuvo información y precios de todas las variedades de productos contenidas en páginas web de supermercados desde abril de 2020. Se obtiene de manera automática la información básica de los registros de cada producto en la web: (i) nombre, (ii) precio, (iii) marca y (iv) categoría.

A octubre de 2023, se han obtenido alrededor de 554 mil registros únicos de variedades de productos que alguna vez han sido vendidos, sin importar si aún siguen disponibles⁵⁵. Actualmente el flujo de

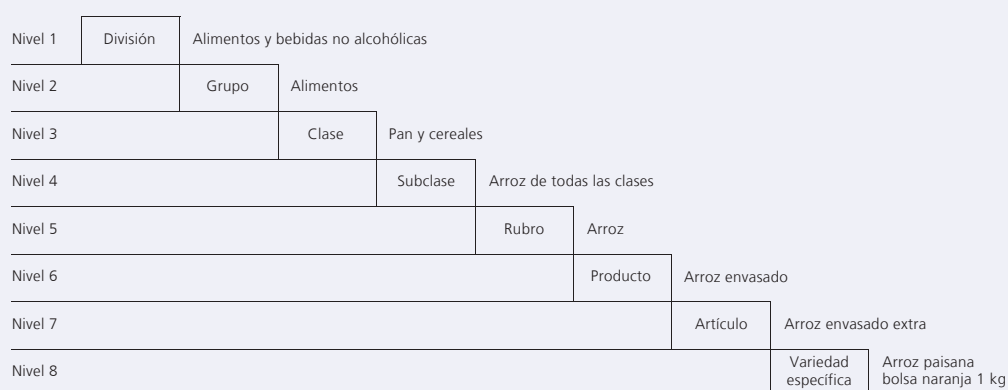
54 Cavallo, Alberto, and Roberto Rigobon. 2016. *The Billion Prices Project: Using Online Prices for Measurement and Research*. Journal of Economic Perspectives. <https://doi.org/10.1257/JEP.30.2.151>.

55 Las principales causas para que un registro deje de actualizarse son que su venta haya sido interrumpida, o que su presentación haya cambiado, lo cual genera que se convierta en un registro nuevo. Generalmente, en periodos de alta inflación, las empresas pueden optar por incrementar precios o reducir el tamaño de sus productos, estas nuevas presentaciones se registran como un producto nuevo en la base de datos.

información nueva en la base de datos incluye alrededor de 170 mil registros diarios. Del total del flujo diario, 14 mil corresponden a alimentos procesados.

Se agruparon las variedades de acuerdo con la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF o COICOP por sus siglas en inglés). El INEI utiliza esta clasificación desde enero 2022 para estructurar la canasta de consumo con la que se construye el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Cada variedad listada en las webs de los supermercados corresponde a la unidad de medida más pequeña de la CCIF, que es la variedad. Luego ello se va agregando en diferentes categorías, de las cuales el nivel de “producto” y “rubro” son las más comunes para realizar el análisis de precios. La clasificación de las variedades en productos y rubros de la canasta de consumo del IPC se realizó utilizando técnicas de *machine learning*, con un modelo de aprendizaje supervisado de *text classification*⁵⁶.

ESQUEMA DE LA CLASIFICACIÓN DEL CONSUMO INDIVIDUAL POR FINALIDADES



Fuente: INEI.

En las páginas web de los supermercados, las variedades ofertadas pueden tener tres precios: (i) el precio regular, (ii) el precio “en línea”, mejor precio o precio con descuento (según la estructura HTML suelen recibir estas etiquetas) y (iii) el precio con descuento especial usando una tarjeta particular. El precio usado para el seguimiento de la inflación es el que tiene un descuento (o el regular en caso no esté disponible), que sería el precio efectivo que pagaría un consumidor.

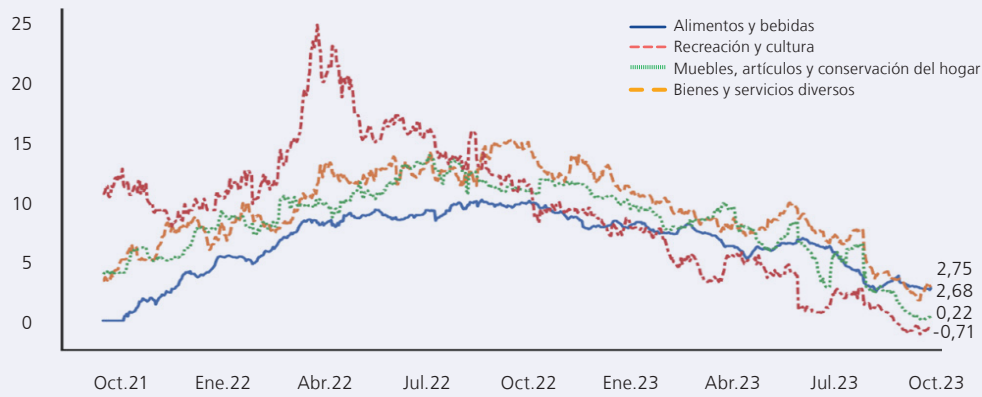
Resultados

Se calcularon las medianas de las variaciones interanuales usando las medias móviles de las series de precios y removiendo algunas series con menos de 50 por ciento de datos para la muestra. Para el caso de los bienes, se eliminaron las observaciones de las variaciones porcentuales iguales a cero, pues implicaría que estas variedades no cambiaron de precio en un año, lo cual podría ser un error. En primer lugar, se observa el incremento en la inflación que se intensificó durante 2022, sin embargo, los alimentos y bebidas se diferencian del resto de bienes debido a la persistencia del incremento de precios anuales. Los bienes tuvieron un incremento mayor, pero desde inicios de 2023 se aprecia una moderación.

56 Armand, J., Edouard, G., Piotr, B., & Tomas, M. (2017). *Bag of Tricks for Efficient Text Classification*. Proceedings of the 15th Conference of the European Chapter of the Association for Computational Linguistics: Volume 2, Short Papers.



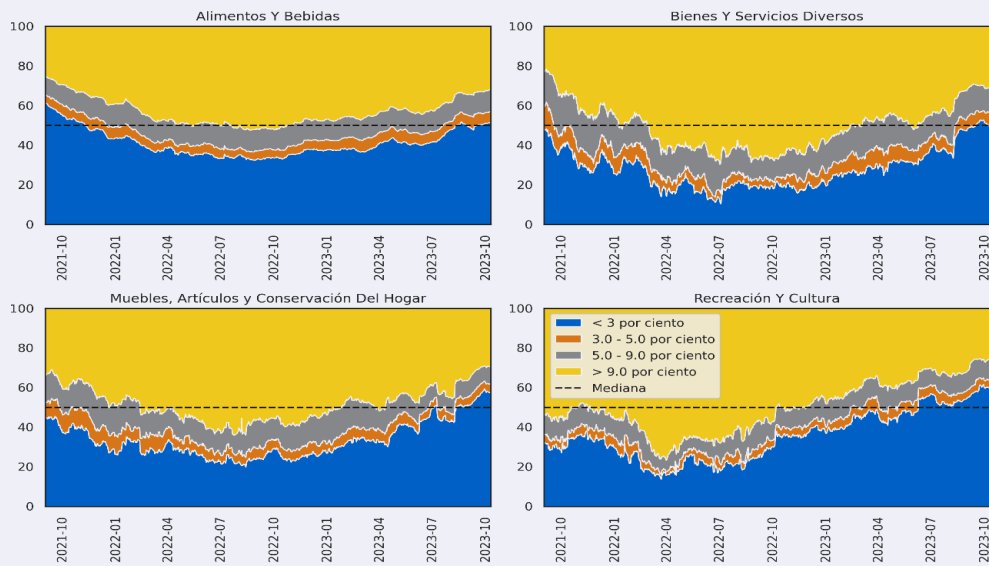
MEDIANA DE LA VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS CON FILTRO DE MEDIA MÓVIL



Fuente: Supermercados.

Al observar la distribución de cada muestra se aprecia las diferencias en las tendencias. Los alimentos han tenido un comportamiento más estable en el incremento de precios y la ligera moderación. En cambio, los bienes tienen una mayor proporción de variedades con variación interanual mayor a nueve por ciento. Aunque la mediana no mostró cambios, la moderación del aumento de precios ha sido más intensa.

DISTRIBUCIÓN POR RANGOS DE LA VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS CON FILTRO DE MEDIA MÓVIL



Fuente: Supermercados.

Al elegir dos submuestras dentro de los alimentos, perecibles y procesados, se resalta su comportamiento diferenciado. El primer grupo tiene un incremento de precios más persistente que el segundo. Ello se condice con la intuición de que los alimentos perecibles están sujetos a volatilidad de corto plazo y los procesados se actualizan con menos frecuencia, denotando un lado tendencial. Por otro lado, de mayo a junio de 2023 se dio un salto en el indicador de alimentos perecibles a diferencia del incremento

menor para los procesados. Se nota así la vulnerabilidad diferente con respecto a los choques que afectan a alimentos.

MEDIANA DE LA VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS CON FILTRO DE MEDIA MÓVIL PARA ALIMENTOS PERECIBLES Y PROCESADOS



Fuente: Supermercados.

Análisis de frecuencia de actualización

Los descuentos presentes en las series generan ruido para la identificación de cambios persistentes. Se aplicó un algoritmo basado en la metodología de Nakamura & Steinsson (2008)⁵⁷ para obtener precios “estables”. Así, la frecuencia de actualización se puede medir como el promedio trimestral del número de veces que cambia el precio estable. Agregando a nivel de productos, la frecuencia de actualización trimestral promedio se incrementó del tercer trimestre de 2020 al cuarto trimestre de 2022, comportamiento no observado comparando el tercer y cuarto trimestre de 2020. Ello podría deberse a la diferencia de régimen de inflación en el cual se forman los precios.

57 Nakamura, Emi, and Jón Steinsson. 2008. *Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models*. The Quarterly Journal of Economics 123 (4): 1415–64.



BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names, including 'E. J. Romero' and others, are visible at the bottom of the note.]