



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2021

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2021-2023**

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

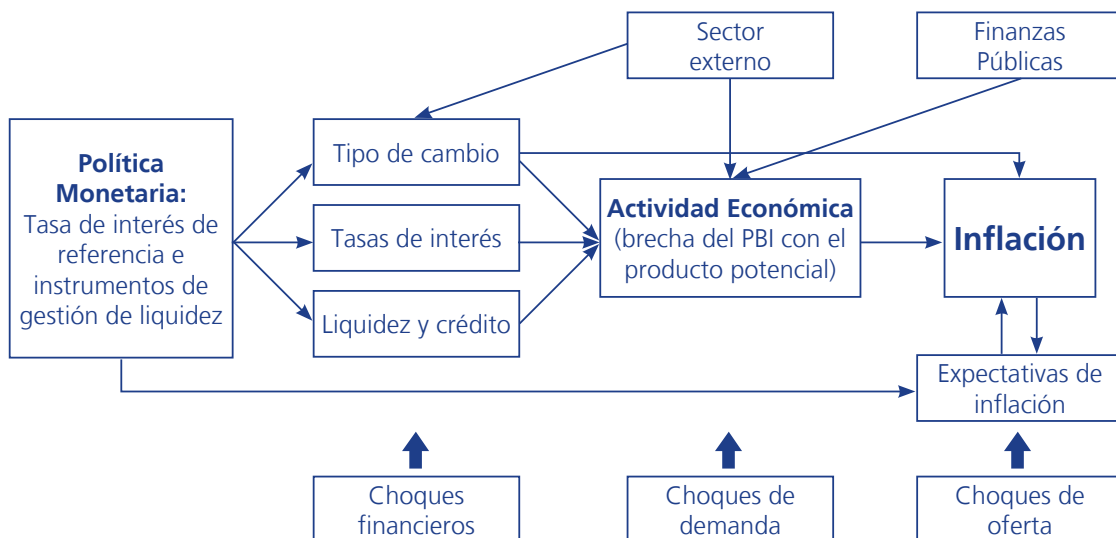


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2023

Diciembre 2021



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2023

Diciembre 2021

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Perspectivas de la economía global	22
- Mercados financieros internacionales.....	23
- Precios de los <i>commodities</i>	27
II. Balanza de pagos	39
- Cuenta corriente.....	39
- Términos de intercambio.....	43
- Financiamiento externo.....	45
III. Actividad económica	49
- PBI sectorial	49
- PBI gasto.....	57
V. Finanzas públicas.....	86
- Ingresos corrientes	89
- Gastos no financieros.....	90
- Postura fiscal.....	92
- Financiamiento y deuda	92
V. Política monetaria y condiciones financieras	102
- Acciones de política monetaria.....	102
- Mercado cambiario	123
- Liquidez.....	130
- Crédito al sector privado	133
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	154
- Evolución reciente de la inflación	154
- Proyecciones.....	158
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	161

Recuadros

1. Impacto de los choques de oferta sobre los precios de importación	36
2. Gobernanza y estabilidad macroeconómica	72
3. Perspectivas sobre la educación básica en Perú, 2020 - 2021	76
4. Efectos de largo plazo del COVID-19 en Perú	80
5. Evolución y recomposición de la deuda pública.....	98
6. Retiro del estímulo monetario en América Latina.....	140
7. Evolución reciente de los nuevos deudores por segmento de crédito	144
8. Volatilidad Cambiaria en América Latina: Factores Comunes e Idiosincráticos	149

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

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde el año 2003 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de 2020 se realizaron modificaciones a la tasa de referencia fuera de este calendario ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y 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 excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2021-2023 que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 9 de diciembre de 2021.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 18 de marzo de 2022.



Resumen

- i. La economía mundial continúa recuperándose, aunque a un ritmo algo menor al esperado por la persistencia de choques de oferta vinculados al comercio internacional y a la mano de obra, al incremento del precio de la energía y el aumento de casos de COVID-19 tras la expansión de la variante delta y –más recientemente– la nueva variante ómicron. En este contexto, las proyecciones de **crecimiento mundial** han sido revisadas ligeramente a la baja, de 5,8 a 5,7 por ciento para 2021 y de 4,4 a 4,3 por ciento para 2022. Se espera una normalización de las condiciones de oferta a partir del segundo semestre de 2022, el retiro gradual de los estímulos monetarios ante el alza global de la inflación y la implementación de paquetes fiscales en las principales economías desarrolladas. En 2023, la economía mundial registraría un crecimiento de 3,4 por ciento, tasa similar a la observada antes de la pandemia.
- ii. El escenario internacional continúa siendo altamente favorable a la economía peruana. Los **términos de intercambio** se expandieron 14,6 por ciento en el periodo de enero a setiembre de 2021, impulsados principalmente por el precio del cobre, tras el bajo nivel de inventarios mundiales y el aumento de los precios de la energía. En 2021 se registraría una expansión de 11,1 por ciento, menor a la proyectada en el Reporte de setiembre (11,7 por ciento), revisión sustentada en los mayores precios de combustibles y de alimentos. En 2022 y 2023 los términos de intercambio retrocederían levemente, en un contexto de crisis energética y ligera reducción de los precios de los *commodities*.
- iii. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** registró al tercer trimestre de 2021 un déficit acumulado en los últimos cuatro trimestres de 1,2 por ciento del PBI, por debajo del déficit promedio de los últimos 10 años (2,6 por ciento). Este resultado respondió a: (i) el aumento de las importaciones tras la recuperación de la demanda interna; (ii) el incremento del déficit de la renta de factores, debido a las mayores utilidades de empresas con inversión directa extranjera; (iii) la contracción de la cuenta de servicios, debido a la gradual recuperación del turismo receptivo y al elevado precio de los fletes internacionales en un contexto de crisis en el transporte marítimo y problemas en la cadena logística. Todo ello determinaría la proyección del déficit de la cuenta corriente de 1,9 por ciento en 2021. Para 2022 se espera un menor déficit, de 1,3 por ciento del PBI, debido al impacto positivo de la normalización de la producción local y de la demanda global sobre los volúmenes exportados. Hacia 2023, se proyecta un déficit de 0,8 por ciento del PBI, debido a la recuperación prevista de las exportaciones de servicios tras la finalización del escenario de pandemia.
- iv. La **actividad económica** se incrementó en 16,0 por ciento interanual en el periodo de enero a octubre de 2021 (0,6 por ciento respecto al mismo periodo de 2019), impulsada principalmente por el dinamismo de los sectores no primarios y por una baja base comparativa. Se espera que el crecimiento se desacelere en el cuarto trimestre, asociado al deterioro de la confianza empresarial y por un menor efecto de la base de comparación dado el avance en la recuperación de la pandemia registrado en el cuarto trimestre del año pasado. Así, el PBI crecería 13,2 por ciento en 2021, tasa mayor a la estimada en el Reporte previo (11,9 por ciento), asociada a un resultado mejor al esperado en el tercer trimestre. Asimismo, la economía habría superado el nivel prepandemia desde el tercer trimestre de este año.





El escenario de proyección asume que continúa la vacunación de la población objetivo durante el primer trimestre de 2022 con la aplicación de dosis de refuerzo, una posición monetaria expansiva aunque en menor magnitud y términos de intercambio altamente favorables. Por otro lado, de ocurrir una tercera ola de contagios por COVID-19, se asume que esta no tendría impactos económicos significativos.

La normalización de los hábitos de gasto y el levantamiento gradual de las restricciones sanitarias vigentes impulsarían la actividad no primaria y el mercado laboral, lo cual, junto a la recuperación de la producción primaria, se traduciría en un crecimiento de 3,4 por ciento en 2022. La economía proseguiría con una recuperación de 3,2 por ciento en 2023, en un entorno en el que se preserva la estabilidad macroeconómica y financiera, y en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios que impulse las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas, y la creación de empleo.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses se ubicó en 3,3 por ciento del producto a noviembre de 2021, con lo cual se cuentan nueve meses consecutivos de reducción del déficit fiscal en un contexto de fuerte recuperación de los ingresos fiscales por los altos precios de los *commodities* y la evolución de la actividad económica y de la recaudación de ingresos extraordinarios. Se espera que continúe esta tendencia decreciente del déficit en el horizonte de proyección, luego de representar el 8,9 por ciento del PBI en 2020. Así, en 2021 el déficit cerraría en 3,1 por ciento del producto para luego reducirse a 2,8 por ciento y 2,4 por ciento en 2022 y 2023, respectivamente.

La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero equivaldría a 36,8 por ciento del PBI en 2021, para luego reducirse hasta ubicarse en 35,6 por ciento en 2023, en tanto que la evolución del déficit fiscal y el manejo previsto de los depósitos del Sector Público No Financiero explicarían la evolución de la **deuda neta**, la cual se ubicaría en 23,0 por ciento del producto en 2021, y aumentaría a 24,4 por ciento en 2023.

- vi. El Directorio del BCRP inició en agosto de 2021 el **retiro del estímulo monetario**, luego de haber mantenido la tasa de interés de referencia de política monetaria en su mínimo histórico de 0,25 por ciento entre marzo de 2020 y julio de 2021. Así, la tasa de interés de referencia pasó de 0,25 por ciento en julio a 2,5 por ciento en diciembre, con incrementos de 50 puntos básicos en las reuniones de setiembre, octubre, noviembre y diciembre. Estas decisiones han implicado mantener una posición expansiva de la política monetaria, dado que la tasa de interés real de referencia se mantiene en niveles negativos (-1,2 por ciento en diciembre), luego de haber alcanzado un mínimo histórico de -2,5 por ciento en agosto.

El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 58,7 mil millones al cierre de setiembre a S/ 56,6 mil millones al 13 de diciembre. Este saldo es equivalente a 6,7 por ciento del PBI, de los cuales S/ 39,8 mil millones corresponden a repos de cartera de crédito con garantía estatal (programa Reactiva Perú). En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez es 7,2 veces superior al saldo de estas operaciones durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,8 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 5,0 por ciento en junio de 2021 a una tasa interanual de 3,2 por ciento en octubre de 2021. Tras un

importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020, para el horizonte de proyección se prevé que la demanda de crédito del sector privado modere su crecimiento y se incremente a un ritmo menor que el PBI nominal: 3,3 por ciento en 2021 y 3,5 por ciento en 2022. En tanto que para 2023 se espera que el crédito crezca a una tasa cercana a la del PBI nominal (5,5 por ciento). Con ello, el ratio de crédito al sector privado respecto al PBI se ubicaría en 42 por ciento al final del horizonte de proyección.

- viii. La **inflación** interanual aumentó de 4,95 por ciento en agosto a 5,66 por ciento en noviembre, impulsada por el mayor precio de los alimentos con alto contenido importado y los combustibles; así como por la depreciación del sol. En este contexto, las expectativas de inflación a 12 meses se elevaron de 3,1 por ciento a 3,7 por ciento, la inflación excluyendo alimentos y energía (inflación subyacente) se elevó de 2,4 a 2,9 por ciento en este mismo periodo de tiempo, mientras que los indicadores tendenciales de inflación se elevaron por encima del rango meta. Se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta hacia fines de 2022 con una clara tendencia decreciente durante el segundo semestre al diluirse los efectos del aumento de precios de combustibles, alimentos y tipo de cambio sobre la inflación. Esta proyección considera que las expectativas de inflación disminuirían gradualmente hacia el rango meta, en un contexto de cierre gradual de la brecha del producto y de retiro del estímulo monetario.
- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** se mantiene con un sesgo al alza. Los riesgos en la proyección consideran principalmente las siguientes contingencias: (i) un menor nivel de actividad local de no recuperarse la confianza empresarial y del consumidor; (ii) presiones al alza del tipo de cambio por episodios de salidas de capitales en economías emergentes o demora en la normalización de la volatilidad reciente en los mercados financieros locales; y (iii) persistencia de elevados precios internacionales de combustibles y alimentos por continuidad de problemas de abastecimiento, aunado a factores climatológicos.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2020	2021 ^{1/}		2022 ^{1/}		2023 ^{1/}
		RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
Var. % real						
1. Producto bruto interno	-11,0	11,9	13,2	3,4	3,4	3,2
2. Demanda interna	-9,4	12,5	13,9	3,0	3,0	3,0
a. Consumo privado	-9,8	9,2	11,2	4,0	4,0	3,5
b. Consumo público	7,6	9,0	10,9	1,5	1,5	2,0
c. Inversión privada fija	-16,5	24,5	36,0	0,0	0,0	2,0
d. Inversión pública	-15,5	20,0	21,9	4,5	4,5	1,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	-21,0	11,9	13,3	6,4	7,5	7,6
4. Importaciones de bienes y servicios	-15,6	14,5	16,3	4,9	5,6	6,7
5. Crecimiento del PBI Mundial	-3,3	5,8	5,7	4,4	4,3	3,4
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-13,3	-9,0 ; -2,0	-5,5 ; -0,5	-6,0 ; 0,0	-5,5 ; 0,5	-5,0 ; 1,0
Var. %						
6. Inflación	2,0	4,9	6,2	2,6	2,9	2,1
7. Inflación esperada ^{3/}	1,5	3,7	5,8	2,8	3,5	2,9
8. Depreciación esperada ^{3/}	7,4	13,7	12,3	0,6	2,7	1,6
9. Términos de intercambio	9,4	11,7	11,1	3,3	-1,5	-0,7
a. Precios de exportación	3,9	27,2	29,0	0,9	2,1	-0,6
b. Precios de importación	-5,0	13,9	16,1	-2,4	3,6	0,0
Var. %						
10. Circulante	37,3	12,5	12,5	3,0	3,0	1,5
11. Crédito al sector privado	11,8	3,0	3,3	3,0	3,5	5,5
% PBI						
12. Inversión bruta fija	21,1	23,2	25,0	22,3	24,3	24,0
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	0,6	-1,7	-1,9	0,2	-1,3	-0,8
14. Balanza comercial	3,9	6,8	6,5	7,5	6,6	6,4
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	-0,5	2,7	5,5	-0,8	0,1	0,2
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	17,8	20,1	20,8	20,0	20,6	20,6
17. Gastos no financieros del Gobierno General	24,7	22,6	22,4	21,9	21,8	21,4
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-8,9	-4,0	-3,1	-3,4	-2,8	-2,4
19. Saldo de deuda pública total	34,7	34,9	36,8	34,7	35,9	35,6
20. Saldo de deuda pública neta	22,3	24,3	23,0	25,4	23,7	24,4

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

2/ Diferencial entre el PBI y el PBI tendencial (en porcentaje del PBI tendencial).

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2020 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

4/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión de activos externos de residentes (AFP), inversión extranjera de cartera neta y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.

I. Sector externo

1. La recuperación de la economía mundial se ha visto debilitada en los últimos meses, entre otros factores, por la persistencia de choques de oferta, el incremento de los precios de la energía y el aumento de casos de COVID-19 asociados a la expansión de la variante delta y, más recientemente, la nueva variante ómicron. En este contexto, la proyección de crecimiento mundial se ha revisado ligeramente a la baja: de 5,8 a 5,7 por ciento para 2021 y de 4,4 a 4,3 por ciento para 2022. Estas proyecciones asumen la normalización de las condiciones de oferta a partir del segundo semestre de 2022, el retiro gradual de los retiros monetarios y la implementación de paquetes fiscales en las principales economías desarrolladas (en especial, en Estados Unidos y Japón). Para 2023 se espera un crecimiento de 3,4 por ciento, tasa similar a las que prevalecían en los años previos a la pandemia.

La persistencia de los choques de oferta de los últimos meses ha acentuado la tendencia al alza de la inflación que a lo largo del año había aumentado sostenidamente debido, entre otros factores, a la recuperación de la demanda interna y al aumento en el precio de las materias primas (alimentos y energía). En este contexto, varios bancos centrales han anunciado la reducción de su estímulo monetario a través del recorte de sus programas de activos—destacan los recortes anunciados por la Fed en noviembre y diciembre—o a través de la elevación de las tasas de interés (en muchos casos desde los mínimos históricos observados durante la pandemia).

Evolución reciente de la actividad económica global

2. **En los últimos meses, la actividad económica global ha moderado su ritmo de expansión afectada por una serie de choques de oferta y el rebrote de los casos de COVID-19.**

Los choques de oferta reseñados en el Reporte de Inflación de setiembre han persistido en lo que va del cuarto trimestre. Así, se registran problemas de escasez de insumos (dentro de estos destaca el caso de los semiconductores), retrasos y encarecimiento en el transporte marítimo, escasez de mano de obra, entre otros limitantes al crecimiento. A ello se ha sumado, en los últimos meses, el significativo aumento en el costo de la energía, en particular del gas, ante la fuerte demanda china y las restricciones de oferta por parte de Rusia. Se amplía sobre este último desarrollo en el Recuadro 1 del presente Reporte y se analiza sus efectos sobre los precios de importación de Perú.

Respecto a los factores epidemiológicos, se ha registrado un aumento de casos en varias economías desarrolladas de Europa (como Alemania, Austria y los Países Bajos) y, en

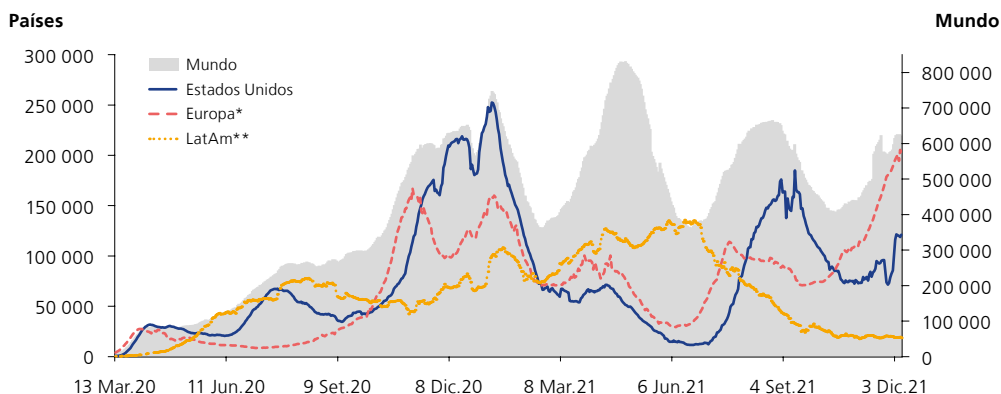


menor magnitud, en Estados Unidos. Estos brotes, asociados a la variante delta, se dan en un contexto en que, a pesar de las altas tasas de vacunación, los avances marginales son menores ante la reticencia de un sector importante de la población a ser vacunada.

Cabe señalar que el número de nuevos contagios diarios en Europa ha alcanzado niveles similares a los picos observados durante las olas anteriores, lo que ha llevado a la reintroducción de una serie de medidas de contención social. En China, aunque el rebrote ha sido parcial y focalizado, las autoridades han adoptado medidas drásticas para contener posibles avances en la propagación del virus.

Al cierre del presente Reporte, la expansión de los casos de COVID-19 se ha visto reforzada por la aparición de una nueva variante (ómicron), cuya mayor transmisibilidad podría llevar a nuevas restricciones a la movilidad social.

Gráfico 1
PROMEDIO DE CASOS DIARIOS DE COVID-19



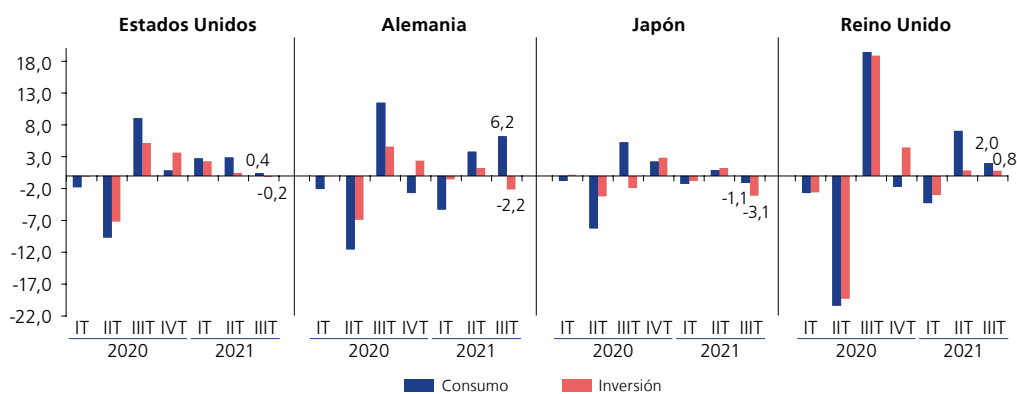
* Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido y Rusia.
** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.
Información al 08 de diciembre. Promedio móvil 7 días.
Fuente: Universidad Johns Hopkins.

3. En línea con estos factores, la actividad económica mostró menores tasas de crecimiento en el tercer trimestre. Asimismo, algunos indicadores mensuales de actividad, correspondientes a los meses de octubre y noviembre, reflejan que esta tendencia se habría mantenido en lo que va del cuarto trimestre.

En el **tercer trimestre**, la mayoría de principales economías mostró una menor tasa de crecimiento respecto a los trimestres precedentes. En particular, los choques en la cadena de suministros han tenido un impacto importante en la inversión y en sectores vinculados a la producción de bienes de consumo duraderos.

En el caso de Estados Unidos, el consumo moderó su tasa de crecimiento en tanto que la inversión se contrajo debido a la evolución del sector inmobiliario. En el caso de la eurozona, destacó la desaceleración de Alemania (afectada también por la contracción de la inversión) que fue compensada por el dinamismo de la demanda interna de Francia e Italia. Japón, por su parte, registró la segunda caída trimestral en el año, esta vez por la desaceleración del sector inmobiliario y por los problemas en la cadena de suministro que afectó, de manera especial, al sector automotriz.

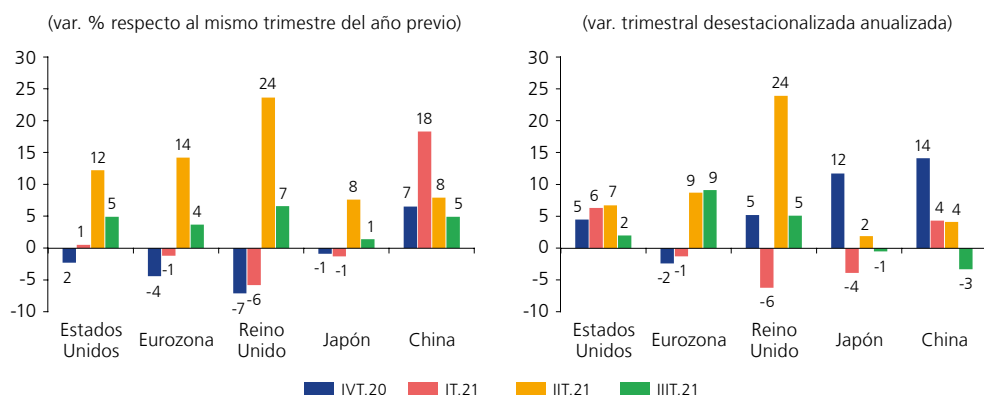
Gráfico 2
CONSUMO E INVERSIÓN EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS, 2020-2021
(Var. % trimestral)



Nota: Tasas de variación trimestrales sin anualizar.
Fuente: OECD.

China, al igual que Japón, registró una disminución en el nivel de actividad respecto al trimestre precedente. En este resultado influyó la crisis de la energía, las medidas de contención adoptadas en diversas ciudades frente a la aparición de los primeros brotes de COVID-19 y la desaceleración del mercado inmobiliario, afectado por la situación de la empresa inmobiliaria Evergrande.

Gráfico 3
CRECIMIENTO TRIMESTRAL: PRINCIPALES ECONOMÍAS

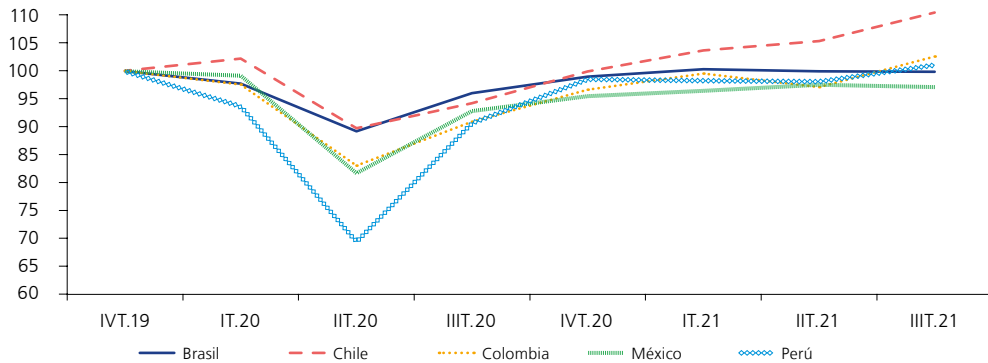


Por el contrario, varias economías de América Latina han continuado con la recuperación de los trimestres precedentes, apoyados en los altos precios de los *commodities* y en el dinamismo de la demanda interna. En el caso de Chile, la expansión de la demanda interna se ha visto favorecida por el avance de la vacunación y por el mayor gasto de las familias en un contexto de uso de recursos extraordinarios. En cuanto a Colombia, el crecimiento, que ha superado lo previsto en el Reporte anterior, se ha visto apoyado por la recuperación del mercado laboral y por la continuidad de las políticas fiscal y monetaria expansivas. Por el contrario, México registró una contracción en el nivel de actividad de setiembre, explicado en parte por los problemas en la cadena de suministro que ha



afectado al sector exportador y por el impacto del aumento de contagios sobre el sector servicios.

Gráfico 4
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)

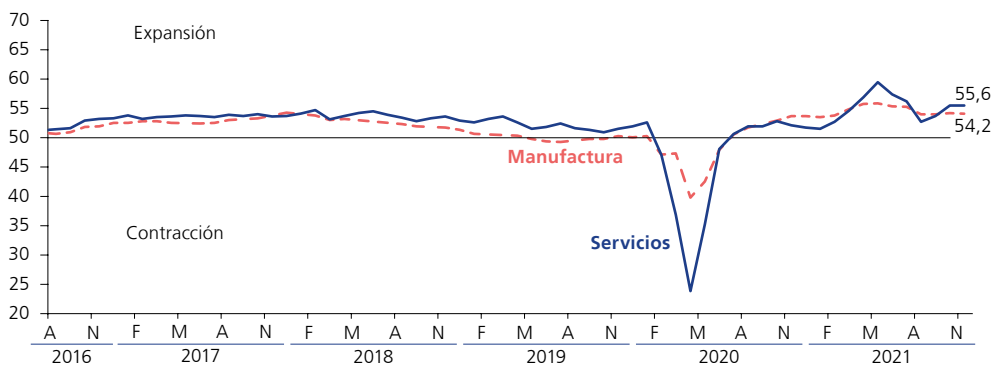


* Series desestacionalizadas.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

4. En los últimos meses, algunos indicadores reflejan la posibilidad de que esta tendencia hacia menores tasas de crecimiento se mantenga, aunque con un comportamiento diferenciado a nivel de países.

El índice global PMI de manufactura y servicios se ha mantenido en zona de expansión. Sin embargo, en el caso de la manufactura, los rubros más dinámicos están asociados a los choques de oferta señalados anteriormente. Así, de los siete rubros que componen el índice, los correspondientes a precios de insumos y precios de bienes finales muestran el mayor crecimiento y alcanzan los niveles más altos. Asimismo, la mejora en el rubro de empleo se ha visto limitada por la poca disponibilidad de personal.

Gráfico 5
PMI GLOBAL: MANUFACTURA Y SERVICIOS
Índice de difusión



Fuente: JP Morgan.

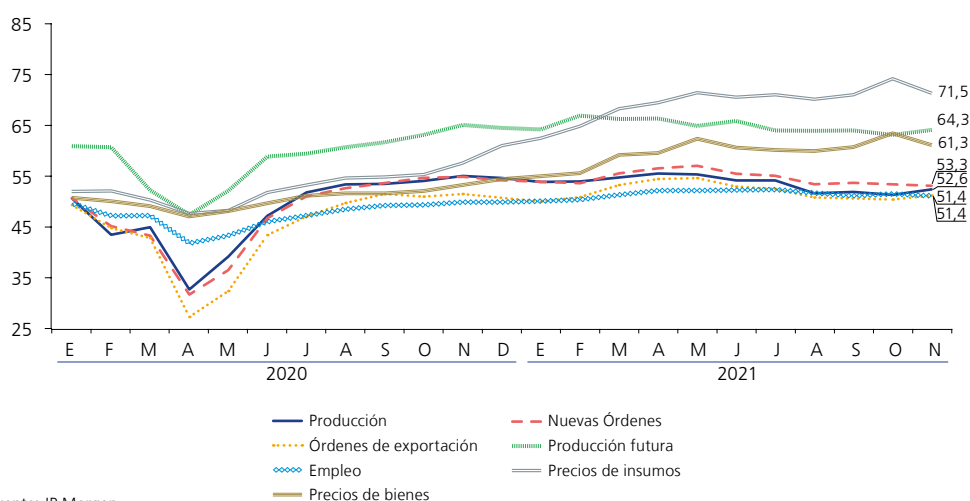
Cuadro 1
ÍNDICE DE ACTIVIDAD GLOBAL DE JP MORGAN: PRINCIPALES ECONOMÍAS

I. Servicios										
	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Ene-21	Mar-21	Jun-21	Set-21	Oct-21	Nov-21
Global	36,8	48,1	52,0	51,8	51,6	54,7	57,4	53,8	55,6	55,6
EUA Markit	39,8	47,9	54,6	54,8	58,3	60,4	64,6	54,9	58,7	58,0
China Caixin	43,0	58,3	54,8	56,3	52,0	54,3	50,3	53,4	53,8	52,1
Eurozona	26,4	48,3	48,0	46,4	45,4	49,6	58,3	56,4	54,6	55,9
Reino Unido	34,5	47,1	56,1	49,4	39,5	56,3	62,4	55,4	59,1	58,5
Japón	33,8	45,0	46,9	47,7	46,1	48,3	48,0	47,8	50,7	53,0

II. Manufactura										
	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Ene-21	Mar-21	Jun-21	Set-21	Oct-21	Nov-21
Global	47,3	47,9	52,4	53,8	53,6	55,0	55,5	54,1	54,3	54,2
EUA Markit	48,5	49,8	53,2	57,1	59,2	59,1	62,1	60,7	58,4	58,3
China Caixin	50,1	51,2	53,0	53,0	51,5	50,6	51,3	50,0	50,6	49,9
Eurozona	44,5	47,4	53,7	55,2	54,8	62,5	63,4	58,6	58,3	58,4
Reino Unido	47,8	50,1	54,1	57,5	54,1	58,9	63,9	57,1	57,8	58,1
Japón	44,8	40,1	47,7	50,0	49,8	52,7	52,4	51,5	53,2	54,5

Fuente: JP Morgan.

Gráfico 6
COMPONENTES DEL PMI DE MANUFACTURA GLOBAL, 2020-2021
(Índices de difusión)

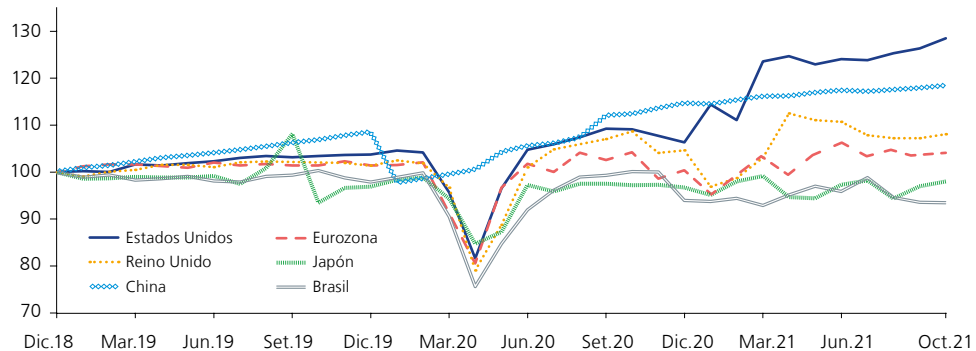


Fuente: JP Morgan.

Otros indicadores, como las ventas minoristas y la producción industrial, también muestran un comportamiento diferenciado, con mejor desempeño en Estados Unidos respecto a otras economías desarrolladas. Un hecho a resaltar es que, como consecuencia del alza de la inflación y el aumento reciente de casos de COVID-19, la confianza de los consumidores se ha deteriorado en la mayoría de países en los dos últimos meses, lo que podría reflejarse en un menor crecimiento del consumo en los próximos meses.



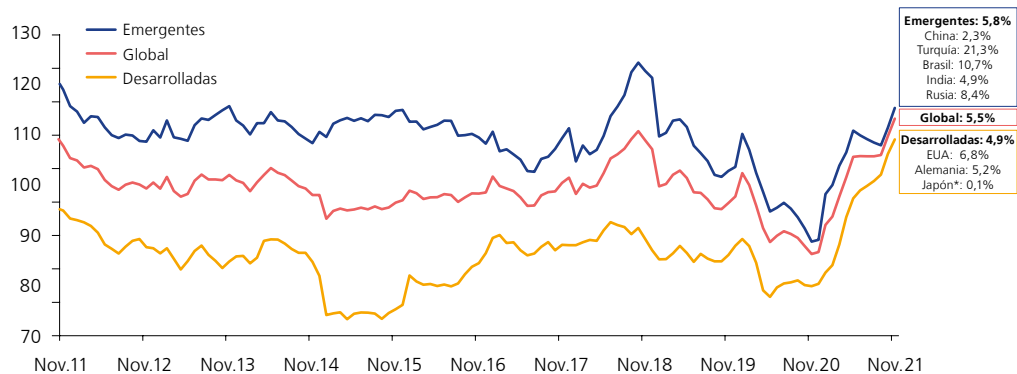
Gráfico 7
VENTAS MINORISTAS
(Índice, diciembre 2018 = 100)



Fuente: Investing y Trading Economics.

5. **Siguiendo la tendencia reseñada en el anterior Reporte, las presiones inflacionarias continuaron al alza a nivel global.** La persistencia de los choques de oferta señalada en el Reporte de Inflación de setiembre (a los que se suma el alza reciente en los precios de la energía) y el incremento de la demanda interna explica este aumento a nivel global. Aunque el alza se registra tanto en las economías desarrolladas como emergentes, en las primeras el aumento ha sido más pronunciado y los niveles alcanzados han sido los más altos en varios años.

Gráfico 8
INFLACIÓN GLOBAL
(Var. % 12 meses)



Emergentes: 5,8%
China: 2,3%
Turquia: 21,3%
Brasil: 10,7%
India: 4,9%
Rusia: 8,4%
Global: 5,5%
Desarrolladas: 4,9%
EUA: 6,8%
Alemania: 5,2%
Japón*: 0,1%

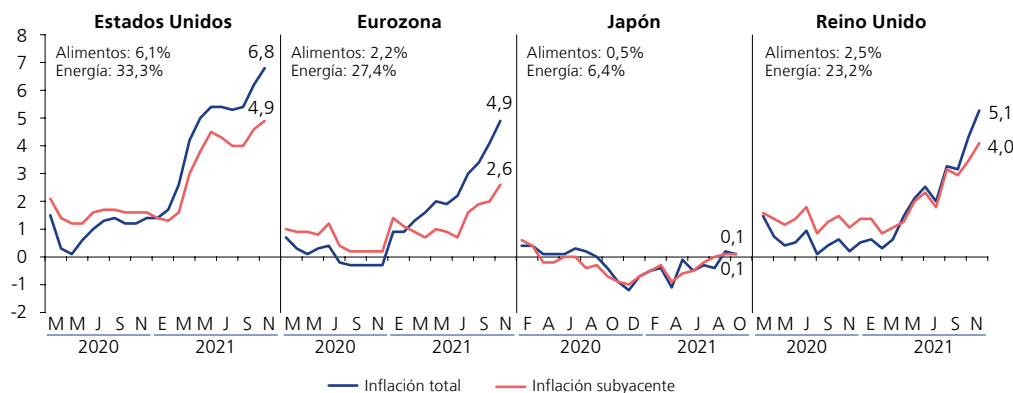
* Dato de octubre de 2021.
Fuente: Reuters.

En el caso de Estados Unidos, la tasa de inflación de 6,8 por ciento registrada en noviembre fue la mayor desde junio de 1982; la inflación subyacente siguió similar tendencia al alza y se ubicó en 4,9 por ciento, el mayor nivel desde junio de 1991. En el caso de Reino Unido, la tasa de 5,1 por ciento registrada en noviembre fue la mayor en diez años.

De igual manera, en la eurozona, la tasa de inflación aumentó de 3,4 por ciento en setiembre a 4,9 por ciento en noviembre, registrando la tasa más alta desde julio de 1991.

Dentro de la eurozona destaca Alemania donde, luego de cinco meses consecutivos de alzas, la inflación alcanzó 5,2 por ciento en noviembre, tasa no observada desde 1992. Cabe mencionar que la expiración de la reducción del impuesto a las ventas en Alemania (vigente entre julio y diciembre de 2020) sigue explicando parte de la mayor inflación.

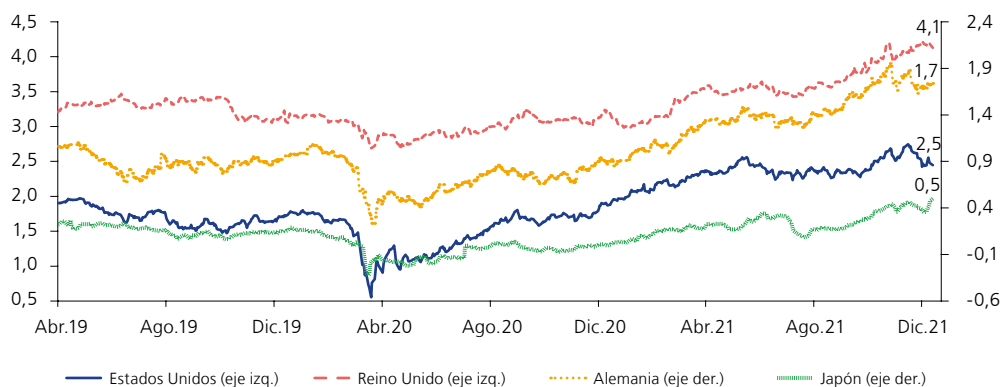
Gráfico 9
INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS 2020-2021
 (Var. % 12 meses)



Fuente: Trading Economics.

A pesar de la tendencia al alza en los datos ejecutados, las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente estables, con excepción del Reino Unido, donde las expectativas de inflación de largo plazo continuaron aumentando. La inflación *breakeven*, estimada a partir de la diferencia entre los rendimientos nominales y aquellos indexados a la inflación, muestra tasas de inflación por debajo de los niveles actuales. Ello refuerza las perspectivas, señaladas por la mayoría de bancos centrales, de que la alta inflación sería temporal y que empezaría a revertirse a partir del segundo semestre de 2022.

Gráfico 10
TASA DE INFLACIÓN BREAKEVEN (A 10 AÑOS)



Fuente: Reuters.

6. **Dentro de las economías con metas explícitas de inflación, en la mayoría de los casos la tasa de inflación interanual se ha ubicado por encima del rango meta.** Esta evidencia se observa tanto en las economías desarrolladas –como Reino Unido, Canadá y Suecia– como en gran parte de economías emergentes.





Cuadro 2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN PAÍSES CON ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN
 (variación % 12 meses)

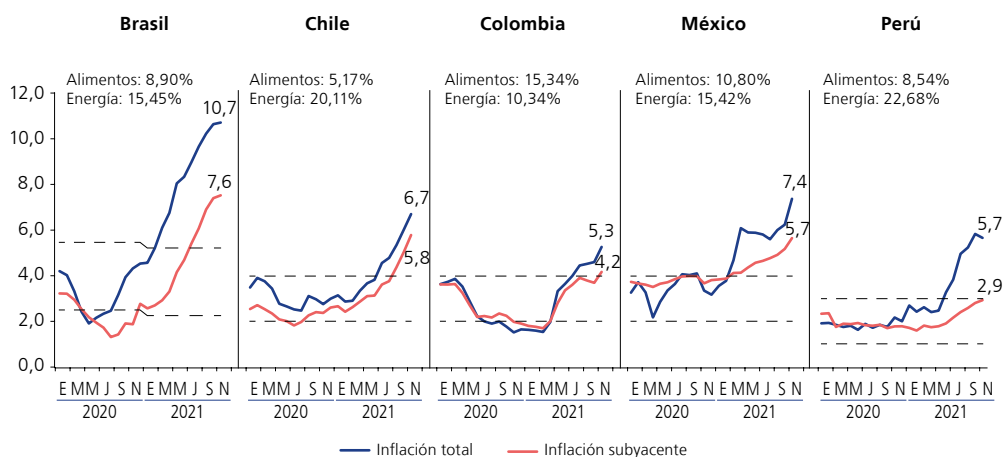
País	Dic.20	Jun.21	Set. 21	Oct.21	Nov.21	Meta	Máximo desde:
América							
Estados Unidos	1,4	5,4	5,4	6,2	6,8	2,0	Jun-82
Canadá	0,7	3,6	4,4	4,7	4,7	2,0+/-1,0	Feb-03
Uruguay	9,4	7,3	7,4	7,9	8,1	3,0-7,0	Mar-21
Colombia	1,6	3,6	4,5	4,6	5,3	3,0+/-1,0	Abr-17
Chile	3,0	3,8	5,3	6,0	6,7	3,0+/-1,0	Ene-19
México	3,2	5,9	6,0	6,2	7,4	3,0+/-1,0	Dic-17
Brasil	4,5	8,3	10,3	10,7	10,7	3,75+/-1,5	Ene-16
Perú	2,0	3,3	5,2	5,8	5,7	2,0+/-1,0	Ene-09
Guatemala	4,8	3,9	3,7	3,0	2,9	4,0+/-1,0	--
Asia							
Indonesia	1,7	1,3	1,6	1,7	1,8	3,0+/-1,0	May-21
India	4,6	6,3	4,4	4,5	4,9	4,0+/-2,0	Ago-21
Filipinas	3,5	4,1	4,8	4,6	4,2	3,0+/-1,0	--
Corea del Sur	0,5	2,4	2,5	3,2	3,7	2,0	Ene-12
Tailandia	-0,3	1,2	1,7	2,4	2,7	2,5+/-1,5	Abr-21
Israel	-0,7	1,7	2,5	2,3	2,4	1,0-3,0	--
Europa							
Alemania	-0,3	2,3	4,1	4,5	5,2	2,0	Jun-92
Francia	0,0	1,5	2,2	2,6	2,8	2,0	Sep-08
Italia	-0,2	1,3	2,5	3,0	3,8	2,0	Ago-12
Serbia	1,3	3,3	5,7	6,6	7,5	3,0+/-1,5	Jul-13
Hungría	2,7	5,3	5,5	6,5	7,4	3,0+/-1,0	Sep-12
Noruega	1,4	2,9	4,1	3,5	5,1	2,5	May-01
República Checa	2,3	2,8	4,9	5,8	6,0	2,0+/-1,0	Oct-08
Reino Unido	0,6	2,5	3,1	4,2	5,1	2,0	Sep-11
Polonia	2,4	4,4	5,9	6,8	7,7	2,5+/-1,0	Dic-11
Islandia	3,6	4,3	4,4	4,5	4,8	2,5	Abr-21
Suecia	0,5	1,3	2,5	2,8	3,3	2,0	Ago-11
Turquía	14,6	17,5	19,6	19,9	21,3	5,0+/-2,0	Ene-19
Rumanía	2,1	3,9	6,3	7,9	7,8	2,5+/-1,0	--
Suiza	-0,8	0,6	0,9	1,2	1,5	<2,0	Ago-18
África							
Sudáfrica	3,1	4,6	5,0	5,0	5,5	3,0-6,0	Mar-17
Ghana	10,4	7,8	10,6	11,0	12,2	8,0 +/-2,0	Ago-17
Oceanía							
Australia	0,9	3,8	3,0	n.d.	n.d.	2,0-3,0	--
Nueva Zelanda	1,4	3,3	4,9	n.d.	n.d.	2,0+/-1,0	2T 2011

Nota: se incluyen países con rango meta de inflación, así como economías con un nivel de inflación objetivo. Para Perú se lista el máximo valor exceptuando el de octubre de 2021.

En el caso de las economías de la región, la inflación siguió similar tendencia al alza y se ubicó, en todos los casos, por encima del límite superior del rango meta. Destaca el alza de Brasil, donde la inflación ha experimentado 18 alzas sucesivas hasta alcanzar una tasa de 10,7 por ciento. La inflación subyacente también mostró una tendencia al alza

(aunque en niveles menores) y, con excepción de Perú y Colombia, también se ubicó por encima del rango meta.

Gráfico 11
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2021
 (Var. % 12 meses)



Nota: en el caso de Brasil se trata del componente energía dentro del hogar.
 Fuente: Bancos centrales e institutos nacionales de estadística.

7. En este contexto de presiones inflacionarias al alza, la mayoría de bancos centrales ha iniciado el retiro parcial del estímulo monetario sin que ello, necesariamente, implique una política monetaria contractiva.

En el caso de las economías desarrolladas, destacó la decisión de la Fed que en noviembre anunció el inicio del programa de reducción de compras de activos. El monto de compra de activos, inicialmente en US\$ 120 mil millones mensuales (US\$ 80 mil millones en bonos del tesoro y US\$ 40 mil millones en títulos respaldados en hipotecas) se redujo en US\$ 15 mil millones desde mediados de noviembre y en US\$ 15 mil adicionales a partir de diciembre. En la reunión del 15 de diciembre, la Fed anunció que el recorte en las compras de activos, a partir de enero de 2022, sería mayor: US\$ 30 mil millones (US\$ 20 mil millones en bonos y US\$ 10 mil millones en títulos respaldados en hipotecas). De mantenerse este recorte en los siguientes meses, el programa de compras de activos culminaría hacia el primer trimestre de 2022. En el mismo sentido, el Banco Central de Canadá anunció la culminación del programa de compras. Asimismo, recientemente el Banco de Inglaterra, en contra de las expectativas del mercado, elevó su tasa de interés desde 0,1 a 0,25 por ciento, constituyéndose como el primero de los principales bancos centrales en subir su tasa de referencia.



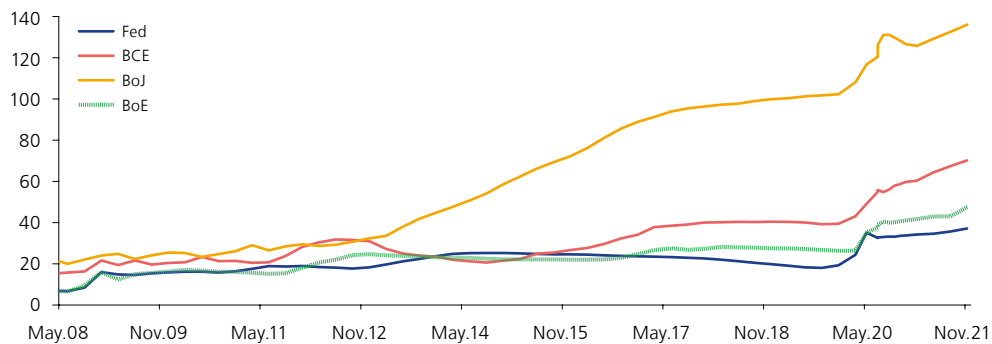
**Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED***

	2021		2022		2023		2024		Largo Plazo	
	Set.21	Dic.21	Set.21	Dic.21	Set.21	Dic.21	Set.21	Dic.21	Set. 21	Dic.21
Crecimiento	5,9	5,5	3,8	4,0	2,5	2,2	2,0	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo	4,8	4,3	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	4,0
Inflación (PCE)	4,2	5,3	2,2	2,6	2,2	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	3,7	4,4	2,3	2,7	2,2	2,3	2,1	2,1	-	-
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
Tasa de interés (%)	0,1	0,1	0,3	0,9	1,0	1,6	1,8	2,1	2,5	2,5
Rango de tasas de interés (%)	0,1	0,1	0,1-0,6	0,4-1,1	0,1-1,6	1,1-2,1	0,6-2,6	1,9-3,1	2,0-3,0	2,0-3,0

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

El Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado que las favorables condiciones financieras actuales se pueden mantener con un ritmo de compra de activos del programa de emergencia (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) levemente menor al realizado durante el segundo y tercer trimestre. Dentro del grupo de economías desarrolladas, Nueva Zelanda inició su ciclo de alza de tasas de interés con aumentos en octubre y noviembre (incremento acumulado de 50 pbs.), mientras que Noruega y Corea del Sur elevaron tasas en 25 pbs., con lo que acumulan un incremento de 50 puntos porcentuales en lo que va del año.

**Gráfico 12
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Porcentaje PBI)**



Nota: Fed (Reserva Federal de Estados Unidos), BCE (Banco Central Europeo), BoJ (Banco de Japón) y BoE (Banco de Inglaterra).

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de bancos centrales de América Latina y de Europa, así como el banco central de Sudáfrica, elevó su tasa de interés. En algunos casos—como Polonia y Sudáfrica—el aumento registrado en los meses de octubre y noviembre significó la primera alza desde los niveles mínimos registrados desde la pandemia. En el resto de casos, los bancos centrales continuaron con el ciclo de alza iniciado en el año. Con respecto al nivel de setiembre, destacan las alzas de Brasil (300 pbs), Paquistán (250 pbs), Chile (250 pbs), Rusia (175 pbs) y Polonia (165 pbs). En el caso de los países de la región con esquema de metas de inflación, todos registraron alzas, aunque—con excepción de Brasil y Chile— los niveles en las tasas de política se encuentran por debajo de los observados antes de la pandemia (diciembre de 2019).

Cuadro 4
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
 (En porcentajes)

	Tasas de interés					Variación con respecto a:	
	Dic. 19	Dic.20	Jun.21	Set.21	Dic.21	Set.21	Dic.20
Economías desarrolladas							
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0
Canadá	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0
Reino Unido	0,75	0,10	0,10	0,10	0,25	15	15
Suecia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0	0
Noruega	1,50	0,00	0,00	0,25	0,50	25	50
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0	0
Corea del Sur	1,25	0,50	0,50	0,75	1,00	25	50
Nueva Zelanda	1,00	0,25	0,25	0,25	0,75	50	50
Australia	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0
América Latina							
Brasil	4,50	2,00	4,25	6,25	9,25	300	725
Colombia	4,25	1,75	1,75	2,00	3,00	100	125
Perú	2,25	0,25	0,25	1,00	2,50	150	225
Chile	1,75	0,50	0,50	1,50	4,00	250	350
México	7,25	4,25	4,25	4,75	5,50	75	125
Asia							
Paquistán	13,25	7,00	7,00	7,25	9,75	250	275
India	5,15	4,00	4,00	4,00	4,00	0	0
Tailandia	1,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0
Indonesia	5,00	3,75	3,50	3,50	3,50	0	-25
China	4,15	3,85	3,85	3,85	3,85	0	0
Europa							
República Checa	2,00	0,25	0,50	1,50	2,75	125	250
Polonia	1,50	0,10	0,10	0,10	1,75	165	165
Ucrania	13,50	6,00	7,50	8,50	9,00	50	300
Rusia	6,25	4,25	5,50	6,75	8,50	175	425
Islandia	3,00	0,75	1,00	1,25	2,00	75	125
Turquía	12,00	17,00	19,00	18,00	14,00	-400	-300
Rumania	2,50	1,50	1,25	1,25	1,75	50	25
Hungría	0,90	0,60	0,90	1,65	2,40	75	180
África							
Sudáfrica	6,50	3,50	3,50	3,50	3,75	25	25

Fuente: Trading Economics.

8. Respecto a la **política fiscal**, Estados Unidos aprobó un paquete por US\$ 1,3 billones que incluye US\$ 550 mil millones para el gasto en infraestructura a ejecutarse en un plazo de cinco años. Adicionalmente, la cámara de representantes ha aprobado un paquete por US\$ 1,9 billones (que comprende ayuda directa a las familias, gastos vinculados a la pandemia y apoyo a los gobiernos locales) quedando pendiente su aprobación por parte del Senado. Además, destaca el anuncio de un nuevo estímulo fiscal por parte de Japón por US\$ 490 mil millones, el tercer paquete desde la pandemia y el de mayor





magnitud; el paquete incluye gastos de apoyo tanto a las familias como a las pequeñas y medianas empresas. La Unión Europea, como se señaló en el Reporte anterior, completó la aprobación de los planes de inversión a nivel de los países integrantes del bloque, lo que facilita el desembolso de recursos previstos en el Plan de Recuperación y Resiliencia (por un monto de 750 mil millones de euros). Sin embargo, se ha empezado a debatir si el desembolso de estos recursos estará sujeto al cumplimiento del estado de derecho, en particular en países como Polonia y Hungría.

Perspectivas de la economía global

9. **Se estima que el crecimiento global se ubique ligeramente por debajo de lo señalado en el Reporte de setiembre para 2021 y 2022.** Se asume que los choques de oferta serían superados hacia el segundo semestre de 2022 y que los rebrotes de casos de COVID-19 se controlarían hacia el primer trimestre del mismo año. Estos impactos compensarían el mayor gasto público previsto en algunas economías desarrolladas (en particular en Estados Unidos y Japón).

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

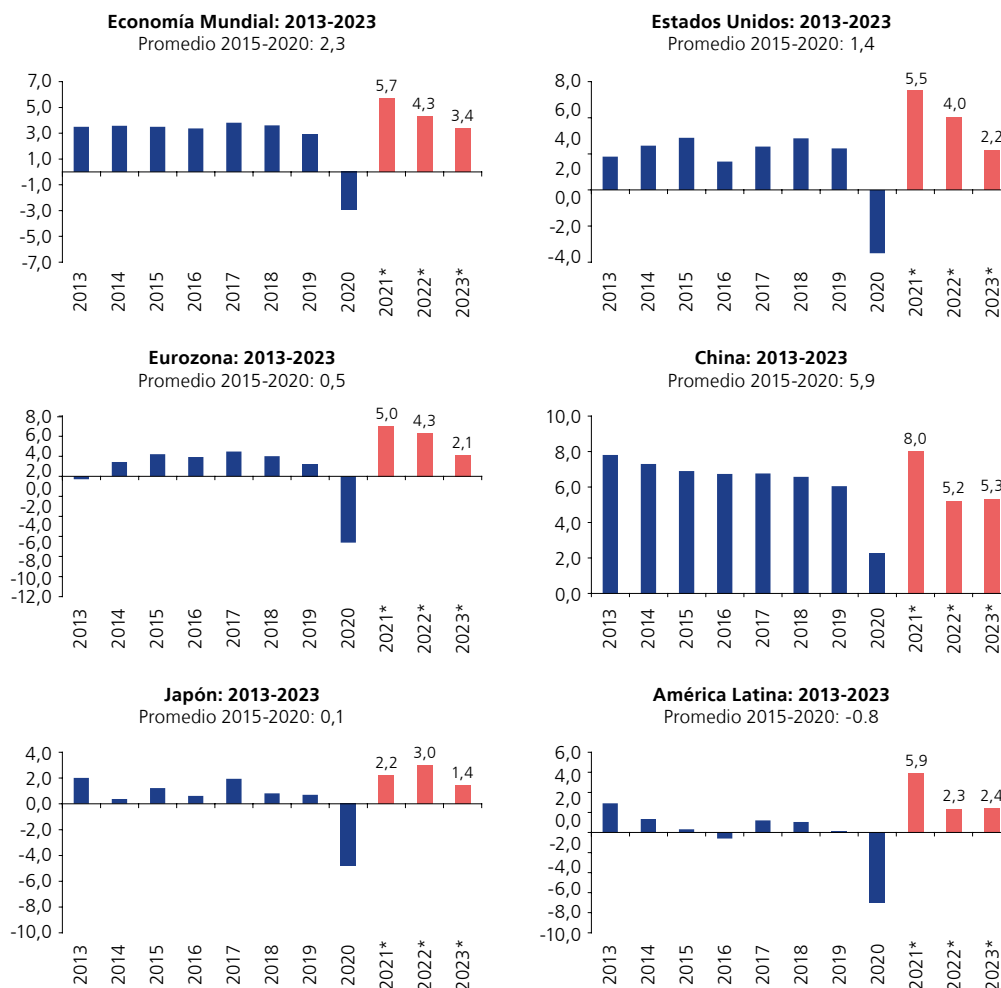
	PPP*	2020	2021		2022		2023
			RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Dic.
Economías desarrolladas	42,5	-4,7	5,4	4,9	4,1	4,0	2,2
De las cuales							
1. Estados Unidos	16,0	-3,5	6,5	5,5	4,4	4,0	2,2
2. Eurozona	12,0	-6,6	4,8	5,0	4,6	4,3	2,1
3. Japón	4,0	-4,8	3,0	2,2	2,7	3,0	1,4
4. Reino Unido	2,3	-9,9	6,6	6,9	5,2	5,0	1,4
5. Canadá	1,4	-5,4	6,1	5,1	4,2	4,1	2,7
6. Otros	6,8	-4,1	4,9	4,7	3,4	3,3	2,6
Economías en desarrollo	57,5	-2,2	6,1	6,2	4,5	4,6	4,3
De las cuales							
1. China	18,6	2,3	8,5	8,0	5,6	5,2	5,3
2. India	6,7	-8,0	9,5	9,5	6,5	6,9	6,3
3. Rusia	3,1	-3,1	3,5	4,2	2,7	2,6	2,1
4. América Latina y el Caribe	7,3	-7,0	5,4	5,9	2,7	2,3	2,4
Argentina	0,6	-9,9	5,8	7,0	2,2	2,3	2,0
Brasil	2,4	-4,1	5,0	5,0	2,1	1,0	2,0
Chile	0,4	-5,8	8,4	10,3	3,0	2,6	2,0
Colombia	0,6	-6,8	6,3	8,0	3,7	3,8	3,5
México	1,9	-8,3	5,6	5,8	3,0	3,0	2,0
Perú	0,3	-11,0	11,9	13,2	3,4	3,4	3,2
5. Otros	17,9	-4,0	4,9	5,0	4,5	4,7	4,6
África Subsahariana	3,1	-1,9	3,3	3,7	3,9	3,8	3,6
Economía Mundial	100,0	-3,3	5,8	5,7	4,4	4,3	3,4

* Base 2020

Fuente: FMI, Consensus Forecast.

A nivel de países, las principales revisiones a la baja se dan en algunas economías desarrolladas como Estados Unidos. En el caso de China, aparte de los factores globales, influiría también la desaceleración observada en el sector inmobiliario. Para 2023, se estima un crecimiento mundial de 3,4 por ciento, similar a las tasas observadas previo a la pandemia. En cuanto a América Latina, se observa una revisión al alza para 2021 en línea con la evolución observada en los datos ejecutados al tercer trimestre.

Gráfico 13
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual real)



* Proyección.
Fuente: FMI, Consensus Forecast.

Los principales riesgos a esta proyección central se vinculan a los siguientes factores: (i) la persistencia de choques de oferta más allá del primer semestre de 2022; (ii) la persistencia de altos niveles de inflación que lleven a un ajuste de las condiciones monetarias globales por encima de lo esperado y que, además, podría ocasionar correcciones bruscas en los mercados de activos; (iii) una desaceleración mayor a la prevista en China; y (iv) un rebrote, más severo de lo previsto, de los contagios por COVID-19 asociada a la nueva variante que implique mayores medidas de contención social.

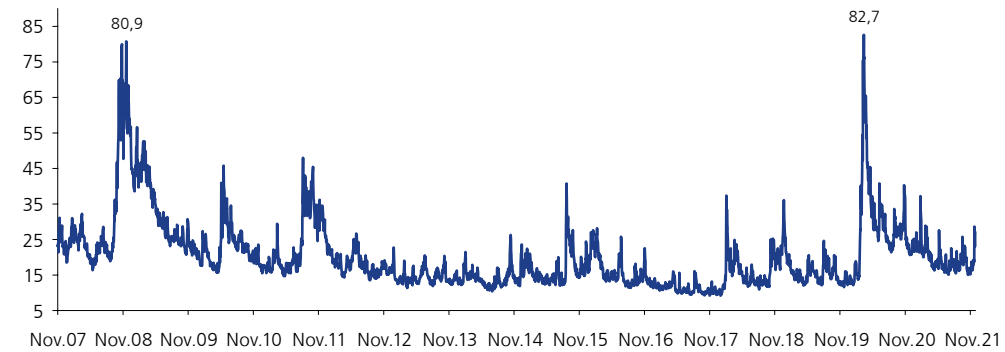
Mercados financieros internacionales

10. Desde el último Reporte de Inflación, los **mercados financieros** registraron dos tendencias marcadas. En octubre se produjo una reducción en la aversión al riesgo producto del mayor control de la pandemia, los avances de la vacunación en las economías emergentes y los resultados financieros corporativos positivos del tercer trimestre. Asimismo, los indicadores de actividad económica, a pesar de los choques de oferta señalados,



continuaron reflejando un crecimiento de la economía global que favoreció la demanda por activos de renta variable.

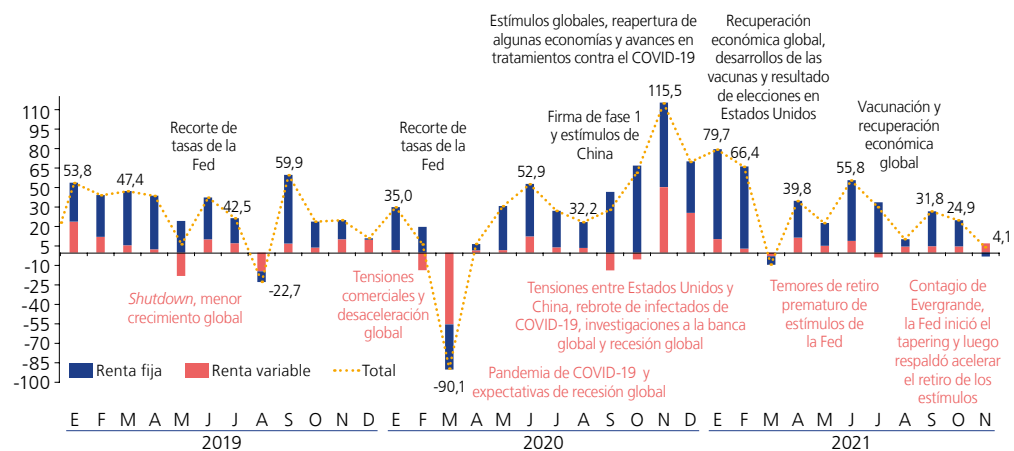
Gráfico 14
ÍNDICE VIX
(Volatilidad de la bolsa de Estados Unidos)



Fuente: Reuters.

Sin embargo, en noviembre esta tendencia se modificó ante el surgimiento de la nueva variante del COVID-19, denominada ómicron, y ante las expectativas de mayores ajustes en la política monetaria de las principales economías como consecuencia del sostenido aumento de la inflación a nivel global. Dentro de estos, como se ha señalado, destaca el anuncio de la Fed sobre los recortes de las compras de activos (*tapering*). Posteriormente a esta decisión, las declaraciones de funcionarios de la Fed incrementaron la expectativa sobre un recorte de compras más agresivo y de un alza en las tasas de interés antes de lo previsto. En este contexto, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se redujeron, en particular en los mercados de renta fija.

Gráfico 15
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)



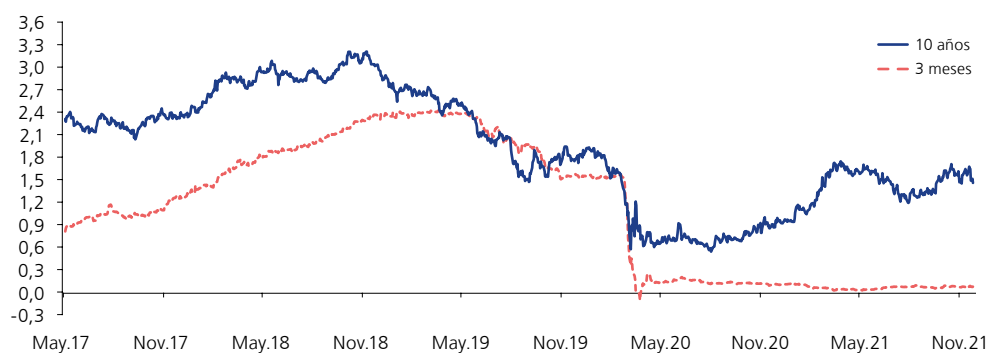
* El dato de noviembre 2021 corresponde al estimado preliminar hasta el 29 de noviembre.
Fuente: IIF.

- En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de largo plazo de Estados Unidos bajaron hacia fin de noviembre, revirtiendo los incrementos de semanas previas. Las preocupaciones por la variante ómicron compensaron los aumentos iniciales en los

rendimientos derivados de la continuidad de la recuperación económica, la postura de la Fed a favor del retiro de estímulos y los mayores estímulos fiscales.

En Europa, los rendimientos soberanos de largo plazo también cayeron en línea con las reimposiciones de medidas para controlar la pandemia en diversos países. Ello contrarrestó los comentarios de funcionarios del BCE en respaldo a reducir los estímulos monetarios (lo que supondría menores compras de bonos soberanos).

Gráfico 16
RENDIMIENTOS DE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS, 2017-2021
 (En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Respecto a las economías emergentes, los rendimientos en algunos países en Asia subieron. En el mismo sentido, los rendimientos aumentaron en la mayoría de los países de América Latina, afectados además por varios episodios de correcciones en los precios de los *commodities* y eventos idiosincráticos asociados a factores políticos o sociales.

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.20	Set.21	Nov.21*	Var. Nov/Set. 2021 (pbs.)	Var. Acum. 2021 (pbs.)
Estados Unidos	0,92	1,49	1,45	-4	53
Alemania	-0,57	-0,20	-0,35	-15	22
Francia	-0,34	0,15	0,01	-14	35
Italia	0,54	0,86	0,97	11	43
España	0,04	0,46	0,40	-6	36
Grecia	0,62	0,85	1,25	40	63
Gran Bretaña	0,19	1,02	0,81	-21	62
Japón	0,02	0,07	0,05	-1	4
Brasil	6,90	11,11	11,41	30	451
Colombia	5,39	7,66	8,43	77	304
Chile	2,65	5,62	5,80	18	315
México	5,53	7,37	7,57	21	205
Perú	3,51	6,44	5,91	-53	240
Sudáfrica	8,74	9,58	10,23	65	149
India	5,87	6,22	6,33	11	46
Turquía	12,54	17,85	20,76	291	822
Rusia	5,92	7,32	8,38	106	247
China	3,15	2,88	2,86	-1	-28
Corea del Sur	1,72	2,24	2,20	-3	48
Indonesia	5,86	6,24	6,09	-16	22
Tailandia	1,32	1,86	1,91	5	60
Malasia	2,65	3,38	3,52	14	87
Filipinas	2,94	4,23	4,76	53	183

*Elaborado al 30 de noviembre del 2021
 Fuente: Reuters.





12. En los **mercados de renta variable**, las principales bolsas avanzaron durante octubre beneficiados principalmente por la mejora de la actividad económica y los resultados financieros corporativos. Incluso, varias plazas bursátiles alcanzaron nuevos máximos históricos. Esta tendencia se modificó en noviembre ante las expectativas de un retiro de los estímulos monetarios a nivel de las principales economías desarrolladas y ante el surgimiento de la variante ómicron. En la región, la mayoría de bolsas retrocedió siguiendo la tendencia global.

Cuadro 7
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.20	Set.21	Nov.21*	Var. Nov./Set. 2021 (%)	Var. Acum. 2021 (%)
VIX**	S&P 500	22,75	23,14	27,08	3,9	4,3
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	35 820	34 503	-3,7	20,9
Estados Unidos	S&P 500	3 756	4 308	4 588	6,5	22,2
Alemania	DAX	13 719	15 261	15 100	-1,1	10,1
Francia	CAC 40	5 551	6 520	6 721	3,1	21,1
Italia	FTSE MIB	22 233	25 684	25 814	0,5	16,1
España	IBEX 35	8 074	8 796	8 305	-5,6	2,9
Grecia	ASE	809	865	868	0,3	7,3
Reino Unido	FTSE 100	6 461	7 086	7 079	-0,1	9,6
Japón	Nikkei 225	27 444	29 453	27 822	-5,5	1,4
Brasil	Ibovespa	119 017	110 979	100 881	-9,1	-15,2
Colombia	COLCAP	1 438	1 362	1 347	-1,1	-6,3
Chile	IPSA	4 177	4 363	4 411	1,1	5,6
México	IPC	44 067	51 386	49 339	-4,0	12,0
Argentina	Merval	51 226	77 364	78 474	1,4	53,2
Perú	Ind. Gral.	20 822	18 279	20 478	12,0	-1,7
Sudáfrica	JSE	59 409	64 282	70 475	9,6	18,6
India	Nifty 50	13 982	17 618	16 983	-3,6	21,5
Turquía	XU100	1 477	1 406	1 810	28,7	22,5
Rusia	RTS	1 387	1 768	1 646	-6,9	18,6
China	Shangai C.	3 473	3 568	3 564	-0,1	2,6
Corea Del Sur	KOSPI	2 873	3 069	2 839	-7,5	-1,2
Indonesia	JCI	5 979	6 287	6 534	3,9	9,3
Tailandia	SET	1 449	1 606	1 569	-2,3	8,2
Malasia	KLCI	1 627	1 538	1 514	-1,5	-7,0
Filipinas	Psei	7 140	6 953	7 201	3,6	0,9

* Elaborado al 30 de noviembre del 2021.

**Los datos y las variaciones están expresados en puntos

Fuente: Reuters.

13. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció de forma casi generalizada ante la postura de la Fed de acelerar el retiro de los estímulos monetarios. Los temores por la propagación de la variante ómicron incrementaron la aversión al riesgo y reforzaron la tendencia apreciatoria del dólar respecto a las monedas de las economías emergentes. Estas últimas se vieron afectadas, además, por la corrección en los precios de la mayoría de *commodities* registrada hacia el cierre del presente Reporte.

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.20	Set.21	Nov.21*	Var. Nov./Set. 2021(%)**	Var. Acum. 2021(%)**
Indice dólar DXY***	US Dollar Index	89,94	94,23	96,27	2,2	7,0
Euro	Euro	1,221	1,158	1,128	-2,6	-7,6
Reino Unido	Libra	1,367	1,347	1,324	-1,7	-3,1
Japón	Yen	103,24	111,27	113,20	1,7	9,6
Brasil	Real	5,194	5,443	5,660	4,0	9,0
Colombia	Peso	3415	3805	3996	5,0	17,0
Chile	Peso	710	811	830	2,5	17,0
México	Peso	19,87	20,63	21,45	4,0	7,9
Argentina	Peso	84,08	98,73	100,93	2,2	20,0
Perú	Sol	3,620	4,133	4,066	-1,6	12,3
Sudáfrica	Rand	14,69	15,09	15,99	6,0	8,9
India	Rupia	73,04	74,16	75,10	1,3	2,8
Turquía	Lira	7,43	8,89	13,36	50,4	79,8
Rusia	Rublo	73,79	72,58	74,33	2,4	0,7
China	Yuan (onshore)	6,525	6,445	6,364	-1,3	-2,5
Corea Del Sur	Won	1084	1184	1186	0,2	9,4
Indonesia	Rupia	14040	14310	14320	0,1	2,0
Tailandia	Bath	30,04	33,67	33,77	0,3	12,4
Malasia	Ringgit	4,020	4,185	4,200	0,4	4,5
Filipinas	Peso	48,01	51,02	50,40	-1,2	5,0

* Elaborado al 30 de noviembre del 2021.

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

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

Fuente: Reuters.

Precios de los *commodities*

14. Los precios de la mayoría de productos se incrementaron ligeramente desde el Reporte de setiembre. En términos generales, las cotizaciones continuaron favorecidas por la rápida recuperación económica (asociada al avance en el proceso de vacunación y al mantenimiento de los estímulos fiscal y monetario) y a restricciones de oferta asociados a los problemas en la cadena de suministros.

Sin embargo, el reciente aumento de casos de COVID-19, la aparición de una nueva variante y la difusión de indicadores económicos que sugieren un menor dinamismo en la recuperación económica de China, limitaron el alza en los precios de las principales materias primas, en especial en las últimas semanas. También influyó la apreciación del dólar ante las expectativas de un retiro más acelerado del estímulo monetario. A pesar de esta corrección, los precios en la mayoría de los casos permanecen significativamente por encima de lo observado en el Reporte de Inflación previo.

Cobre

15. En noviembre, la cotización promedio del cobre fue de US\$/lb. 4,43, mayor en 5 por ciento a la cotización de setiembre. Con ello, el precio del cobre acumuló un incremento de 26 por ciento desde diciembre de 2020.



El precio promedio del cobre aumentó en los últimos dos meses debido a un mercado global cada vez más ajustado. Los inventarios mundiales, en términos de consumo, han caído a mínimos de varios años reflejando los problemas de oferta asociado a las medidas de contención del COVID-19 y más recientemente, al aumento de los precios de la energía. Además, la oferta de cobre reciclado, que tradicionalmente equilibra el mercado, también enfrentó dificultades para aumentar su producción debido a estándares ambientales más estrictos en China y Malasia.

Sin embargo, recientemente han surgido temores sobre la demanda del metal asociado a una probable crisis inmobiliaria en China, al racionamiento de energía de las industrias consumidoras de cobre en Asia y el aumento de contagios de COVID-19 en los principales países consumidores de cobre.

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

	2018	2019	2020 ^{2/}	2021 ^{2/}	2022 ^{2/}	Var.% 2021/2020	Var.% 2022/2021
Producción Minera Global	20 579	20 571	20 634	21 061	21 892	2,1%	3,9%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 063	24 016	24 510	24 920	25 886	1,7%	3,9%
Utilización Global de Refinados	24 480	24 405	24 989	24 963	25 558	-0,1%	2,4%
Balance de Refinados 1/	-417	-389	-479	-42	328	--	--

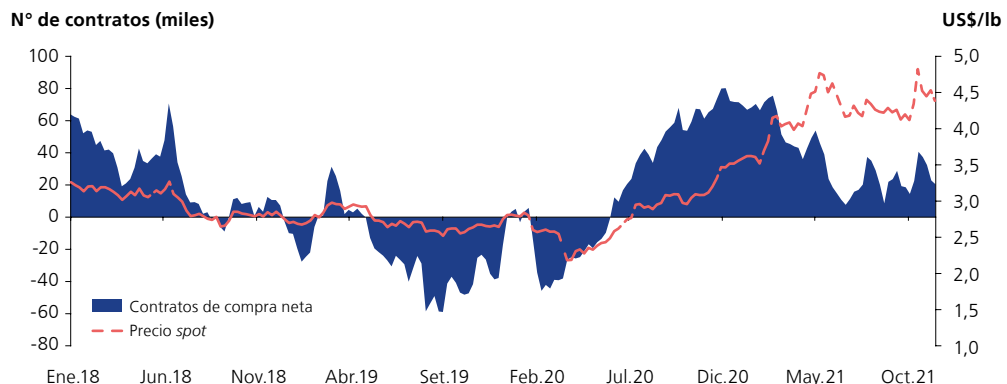
1/ El balance de refinados es calculado como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y la utilización de los mismos (demanda).

2/ Reporte del ICSG de noviembre de 2021 y la proyección de ICSG de octubre de 2021.

Fuente: ICSG

Estos desarrollos de las últimas semanas han coincidido con una reducción de la demanda no comercial. El número de contratos no comerciales de cobre, que había alcanzado niveles máximos en el primer semestre, se han reducido desde los máximos que alcanzaron a fines de febrero, aunque aún se mantienen en una posición de compra neta.

Gráfico 17
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES

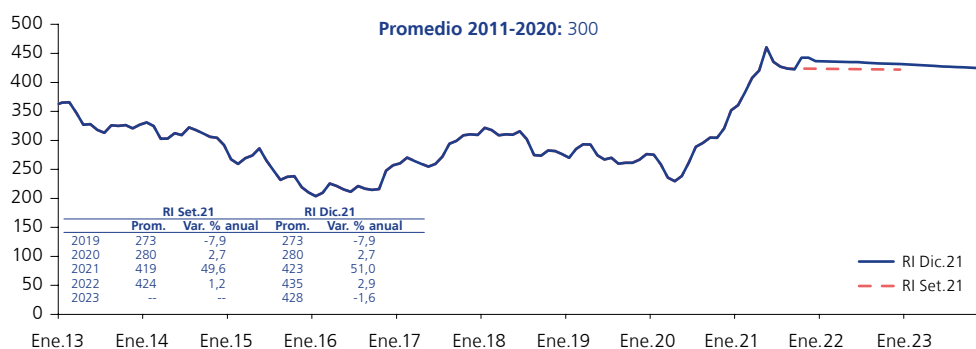


Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission)* constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes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

Fuente: Comex.

En este sentido, se ha revisado al alza la proyección del precio del cobre respecto a la estimación del Reporte de Inflación de setiembre, debido a las señales de un mercado más ajustado. Sin embargo, se estima una ligera moderación en la demanda en los siguientes meses, en línea con los avances recientes en China y en algunas economías desarrolladas y, por el lado de la oferta, un aumento en la producción de concentrados en el horizonte de proyección. Al igual que en el Reporte anterior, permanecen como factores de incertidumbre la demanda proveniente de la industria de autos eléctricos, las políticas chinas respecto al consumo de cobre reciclado, el agravamiento de la crisis energética y el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica global.

Gráfico 18
PRECIO DEL COBRE: 2013 - 2023*
(ctv. US\$/lb.)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

16. La cotización internacional promedio del zinc alcanzó a US\$/lb. 1,50 en noviembre de 2021, mayor en 9 por ciento a la registrada en setiembre de este año. Con ello, en lo que va del año acumula un aumento de 19 por ciento.

El zinc alcanzó niveles máximos en tres años apoyado por el agravamiento de los choques en la oferta, en particular en China y Europa, asociados a restricciones medioambientales y a inundaciones en zonas de producción. A ello se sumó, recientemente, la crisis de energía que ha llevado a varias empresas a anunciar el cierre temporal de varias refinerías. Los retrasos en la entrada de nueva producción y las expectativas de un ciclo de recomposición de inventarios también contribuyeron al alza de las cotizaciones. Por el lado de la demanda, destaca la robusta recuperación en Estados Unidos y Europa.

Sin embargo, desde fines de octubre, la tendencia al alza se revirtió debido al aumento de los casos de COVID-19 y a los temores de desaceleración del mercado inmobiliario chino que llevaría a una menor demanda por acero galvanizado (producto que tiene al zinc como insumo). La industria de acero galvanizado se ha visto afectada, además, por las restricciones medioambientales y el aumento de los costos de energía. Asimismo, se ha registrado un aumento en los inventarios de zinc refinado en Shanghái tras la subasta de

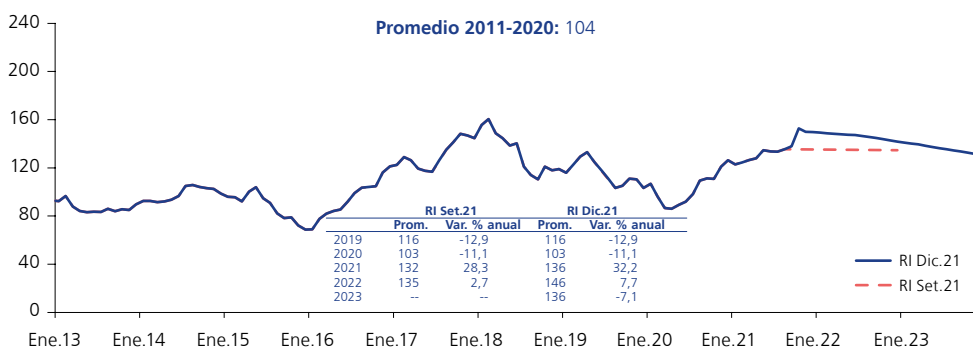




inventarios por parte de la Administración Nacional de Alimentos y Reservas Estratégicas de China.

Consistente con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección del precio promedio de zinc respecto a lo previsto en el Reporte de setiembre. Los mayores recortes en la oferta y la mayor demanda asociada al gasto de infraestructura en las principales economías desarrolladas, en particular del paquete de infraestructura en Estados Unidos, explican el mayor precio del zinc en el horizonte de proyección. Sin embargo, en el mediano plazo, la normalización de la producción y el aumento de la oferta de mina generarían presiones a la baja en el precio.

Gráfico 19
PRECIO DEL ZINC: 2013 - 2023*
(ctv. US\$/lb.)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
Fuente: Reuters y BCRP.

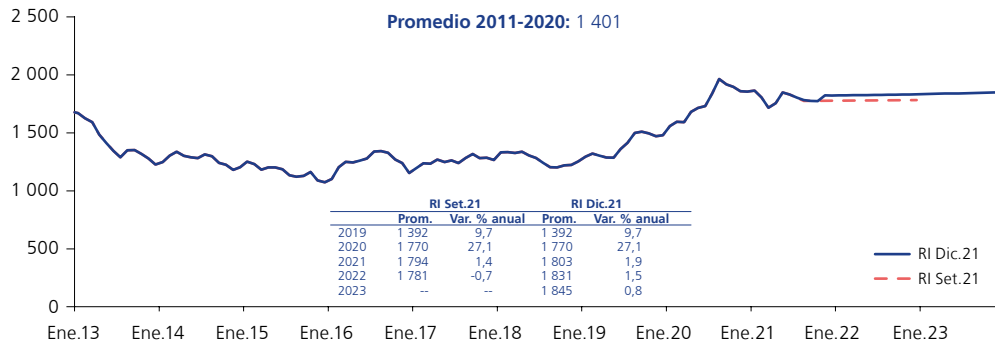
Oro

- En los últimos dos meses, la cotización promedio del oro fue de US\$/oz.tr. 1 820, registrando un incremento de 2 por ciento respecto a setiembre de este año, con lo que acumula en el año una caída de 2 por ciento.

Luego de la caída de la cotización del oro en el trimestre anterior por las menores compras de inversionistas a través de los *Exchanged Traded Fund* (ETF), el precio se recuperó en noviembre de 2021 impulsado por la mayor demanda de activos de cobertura contra la inflación. Otros factores alcistas fueron la recuperación de las compras de oro por parte de los bancos centrales (en particular destacan las adquisiciones de Hungría, Tailandia y Brasil) y las compras de oro de la industria de la joyería, que se han recuperado fuertemente en los últimos meses luego de la menor demanda por la pandemia. También brinda soporte el incremento en la aversión global al riesgo producto del aumento de los casos de COVID-19.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de setiembre. Los principales riesgos se enfocan en el ritmo en el que la Fed reducirá su estímulo de política monetaria y en la evolución de la inflación en las economías desarrolladas.

Gráfico 20
PRECIO DEL ORO: 2013 - 2023*
(US\$/oz.tr.)



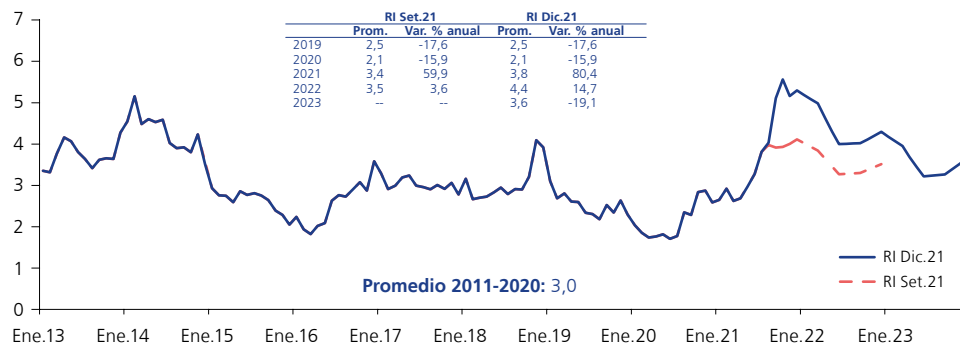
* Proyecciones desde diciembre de 2021.
Fuente: Reuters y BCRP.

Gas Natural

18. Luego del alza registrada en setiembre de 2021, la cotización promedio del **gas natural** Henry Hub aumentó 1 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando un promedio mensual de US\$/Mbtu. 5,2. Con ello, la cotización del gas acumula un incremento de 100 por ciento en los primeros 11 meses del año. Cabe señalar que las cotizaciones correspondientes a los mercados de Europa (Reino Unido) y Asia (mercado de Japón-Corea) registraron aumentos mayores en los últimos dos meses (de 21 y 39 por ciento, respectivamente).

El fuerte incremento de la cotización en los primeros once meses del año responde a choques tanto de oferta como demanda. Respecto a lo primero, el consumo de gas de Europa aumentó fuertemente en 2021 en medio de las temperaturas más frías en el norte y centro de Europa hasta mayo. También se registró una fuerte recuperación de la demanda en China en un contexto de cambios en la matriz energética (para reducir el uso de carbón) y de menor producción hidroeléctrica (afectada por condiciones climáticas desfavorables).

Gráfico 21
PRECIO DEL GAS NATURAL: 2013 - 2023*
(US\$/Mbtu.)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
Fuente: Reuters y BCRP.





Del otro lado, se registró una oferta relativamente débil debido a una sequía que afectó la producción de electricidad hidroeléctrica en Noruega y las menores ventas de Rusia que ha venido recomponiendo sus inventarios. En este contexto, los inventarios en Europa han caído bruscamente desde finales de 2020, ubicándose en octubre de 2021 en niveles por debajo del promedio de los últimos años.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del gas natural Henry Hub para 2021 y 2022. El mercado mundial continúa ajustado y existen riesgos de un invierno más frío que lo normal en el hemisferio norte.

Petróleo

19. En setiembre de 2021, la cotización promedio del **petróleo** WTI aumentó 11 por ciento respecto a setiembre de 2020, alcanzando un promedio mensual de US\$/br. 79. Con ello, la cotización del petróleo acumula un incremento de 68 por ciento en los primeros 11 meses del año.

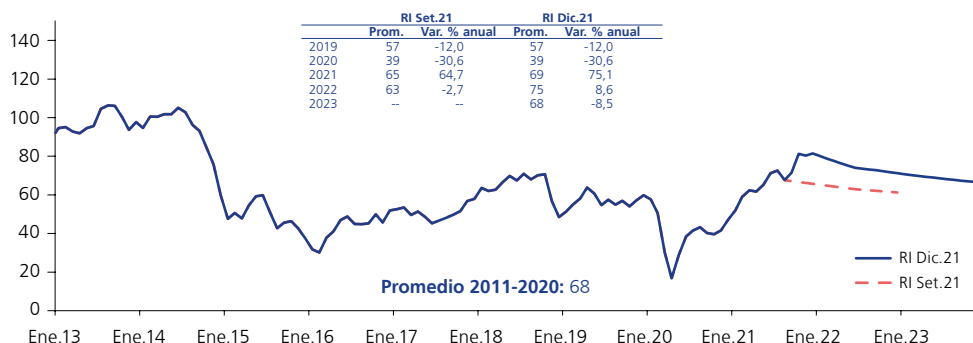
La cotización del petróleo aumentó por la recuperación de la demanda global, en particular por las menores restricciones transfronterizas y de viajes internacionales, así como por un aumento de las compras de petróleo y productos derivados del petróleo de compañías de generación eléctrica en partes de Asia y Europa, ante el alza de los precios del gas y del carbón. De otro lado, la OPEP+ acordó aumentar su producción de manera gradual y por debajo de lo que esperaban los países consumidores para equilibrar el mercado.

En este contexto de fuerte recuperación de la demanda y los niveles restringidos de producción de petróleo crudo entre los miembros de la OPEP+, se observó una reducción significativa de los inventarios globales. Según la Agencia Internacional de Energía (EIA), el consumo global de petróleo ha superado a la oferta desde el tercer trimestre de 2020, ocasionando que los inventarios de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) se reduzcan desde 9 por ciento por encima del promedio de los últimos cinco años hasta ubicarse 7 por ciento por debajo de dicho promedio en setiembre de 2021.

Sin embargo, en las últimas semanas surgieron señales de menor demanda asociadas a las medidas que están adoptando algunos países para contener el aumento de los casos de COVID-19, principalmente en Europa. A ello se sumó la liberación de reservas de petróleo de los principales países consumidores, entre los que se cuentan Estados Unidos, China, India, Japón y Corea del Sur.

Hacia el final del horizonte de proyección, se espera una reducción del precio, aunque en niveles por encima de lo estimado en el Reporte de Inflación de setiembre. El acuerdo de la OPEP+, al restituir solo parcialmente los niveles normales de producción, dificulta que cualquier desaceleración de la demanda se refleje en caídas significativas en los precios. La baja respuesta de la producción del petróleo de esquisto en Estados Unidos, a pesar de los altos precios, es otro factor que da soporte a la cotización. Los principales factores de incertidumbre se asocian al desarrollo futuro del COVID-19, a los acuerdos que adopte la OPEP para 2022 y a las negociaciones entre Estados Unidos e Irán, que podría significar el regreso de las exportaciones de dicho país.

Gráfico 22
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: 2013 - 2023*
 (US\$/b)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
 Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

20. Los precios de los alimentos retomaron su tendencia al alza, alcanzando un máximo de 10 años en noviembre. Influyó en este comportamiento el aumento de los precios del petróleo, el alza en los precios de los fertilizantes y los cuellos de botella en la cadena de suministros. Esto último dificulta que los agricultores obtengan insumos, repuestos y equipo en los tiempos y cantidades necesarios para el proceso productivo y eleva el costo de los cultivos. Además, de concretarse un Fenómeno La Niña para la siguiente campaña, los precios podrían estar presionados al alza por el impacto sobre las siembras de los principales países exportadores (Estados Unidos y Canadá).

- (a) El precio del **maíz** se incrementó 10 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 218 en setiembre. Con ello, la cotización del maíz acumuló un incremento de 30 por ciento desde diciembre de 2020.

Luego de una corrección en los últimos meses asociado al ingreso estacional de la cosecha de maíz en Estados Unidos y en Brasil, así como a compras menores a las esperadas de China, la cotización del maíz se recuperó en noviembre impulsada por el alza del petróleo (que mejoró los márgenes de ganancia de la industria del etanol) y por el incremento del precio del trigo. También explicó el alza del precio el encarecimiento del maíz en China debido al retraso y mala calidad de la cosecha por problemas climáticos, lo que eleva las expectativas de que la demanda de ese país retorne a Estados Unidos. Sin embargo, las presiones alcistas continúan limitadas por la incertidumbre sobre los nuevos mandatos federales de mezcla de biocombustibles para 2021. La Agencia de protección ambiental de Estados Unidos (EPA) ha propuesto al Presidente Biden reducir los mandatos federales de mezcla de biocombustibles para 2021 a niveles incluso por debajo de los de 2020.

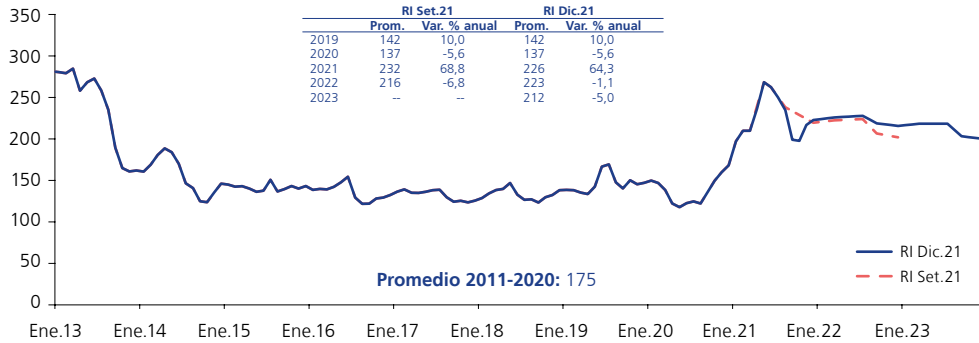
Los factores climáticos adversos también dieron soporte al precio. En Estados Unidos, el huracán Ida cortó la cadena de suministros de maíz en el Golfo de México, mientras que en Argentina las exportaciones se afectaron por continuas dificultades logísticas.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz para diciembre de 2021 y el 2022. El mercado mundial continúa ajustado, con los



inventarios de los principales países exportadores, a pesar de que se recuperarán este ciclo 2021/22 y con el riesgo de que las cosechas sean afectadas por un Fenómeno La Niña más fuerte de lo esperado. El principal riesgo es que China repita la elevada demanda de la temporada anterior, que fue impulsada por la recomposición de su cabaña de cerdos y una producción interna afectada por problemas climáticos.

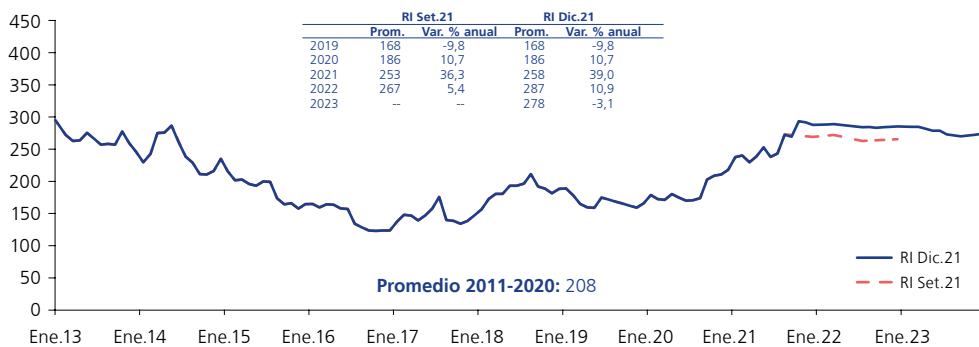
Gráfico 23
PRECIO DEL MAÍZ: 2013 - 2023*
 (US\$/TM)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
 Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** aumentó 20 por ciento, alcanzando en noviembre de 2021 un promedio mensual de US\$/TM 325. Con ello, la cotización del trigo acumuló un incremento de 49 por ciento respecto a diciembre de 2020.

Gráfico 24
PRECIO DEL TRIGO: 2013 - 2023*
 (US\$/TM)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
 Fuente: Reuters y BCRP.

El fuerte incremento del precio del trigo en los últimos dos meses se sostiene en un mercado mundial bastante ajustado que registra la segunda caída anual consecutiva de los inventarios mundiales. Desde el último Reporte, la demanda mundial se ha mantenido sólida, mientras que la oferta de los principales países exportadores disminuye. En particular, se registra el incremento en la demanda en los países del Norte de África y del Medio Oriente, que está presionando el mercado internacional, en un contexto de menor producción en tres de los principales exportadores mundiales: Canadá, Rusia y Estados Unidos. A ello se sumó las preocupaciones sobre la calidad de los cultivos

Europeos. Además, el gobierno de Rusia continúa restringiendo sus exportaciones con un arancel flotante y evalúa imponer mayores cuotas a sus exportaciones de grano. Los inventarios de los ocho mayores exportadores mundiales disminuirán por cuarto año consecutivo en la campaña 2021/22, y se estima que los inventarios en Estados Unidos podrían caer a su menor nivel en 14 años. Sin embargo, el precio está recibiendo cierto apoyo estacional por las cosechas en el hemisferio sur.

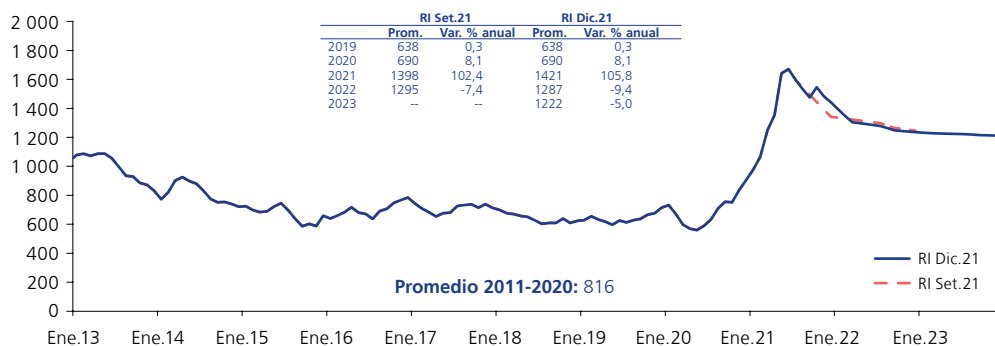
El precio del trigo continuaría presionado por inventarios ajustados y por altos precios de los granos sustitutos (como maíz y soya) usados como alimento para el ganado. En línea con ello, se revisa al alza la proyección del precio del trigo, respecto al Reporte de Inflación previo. Un factor de incertidumbre particular del trigo radica en la futura política de impuestos a las exportaciones de este grano por parte de Rusia (el cuarto mayor productor a nivel global y el segundo mayor exportador).

- (c) En noviembre, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 1 477, manteniéndose respecto al último nivel reseñado en el Reporte previo, pero acumula un incremento de 64 por ciento respecto a diciembre de 2020.

Luego de una corrección en el tercer trimestre, la cotización del aceite de soya aumentó ligeramente en los últimos dos meses apoyado por el incremento en el precio del petróleo que mejoró los márgenes en la industria del biodiesel, lo que impulsó la demanda de esta industria en Estados Unidos y Brasil. Otro factor que contribuyó a la recuperación del precio fue la reactivación de la demanda mundial de importaciones, en particular de la India, que redujo aún más los aranceles de importación para los aceites comestibles. Otros países asiáticos también registraron una demanda sólida, en particular China y Bangladesh. Además, la escasez de otros aceites vegetales ha impulsado la sustitución de una pequeña parte de estos aceites vegetales por aceite de soya. Sin embargo, la nueva cosecha estacional de soya en Estados Unidos y los temores de que la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos (EPA) recomiende una reducción en el uso de biodiesel por parte de las refinerías de petróleo contrarrestan parcialmente las presiones al alza.

Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se coticen en 2022 por debajo de la estimación del Reporte anterior.

Gráfico 25
PRECIO DEL ACEITE DE SOYA: 2013 - 2023*
 (US\$/TM)



* Proyecciones desde diciembre de 2021.
 Fuente: Reuters y BCRP.



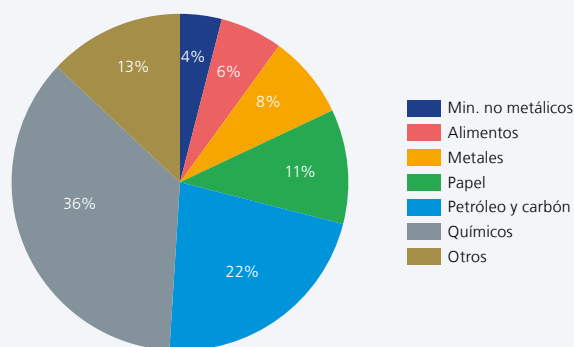
Recuadro 1**IMPACTO DE LOS CHOQUES DE OFERTA SOBRE LOS PRECIOS DE IMPORTACIÓN****Los choques de oferta y el alza reciente en el precio de la energía**

Los choques de oferta reseñados en el Reporte de Inflación previo, que han ralentizado la recuperación económica global y han acentuado las presiones inflacionarias, se han mantenido en los últimos meses. Entre ellos, destacan los altos precios de los fletes y las demoras en el transporte de contenedores desde los puertos de salida hacia los mercados de destino (ver Recuadro 4 del Reporte de Inflación de setiembre). A ello se suma una serie de problemas en la cadena de suministros como en el caso de los semiconductores, materiales para la remodelación de viviendas, componentes para bienes de consumo duraderos, entre otros. También han generado cuellos de botella en los procesos productivos la escasez de mano de obra; en el caso particular de Estados Unidos se señala una escasez en sectores como alojamiento, servicios de comida, ventas mayoristas y educación pública, entre otros.

El alza significativa de los precios de la energía en los dos últimos meses se suma a estos choques. Como se señala en el presente Reporte, las medidas medioambientales adoptadas por China redujeron la oferta por carbón y elevaron los requerimientos de gas. En un contexto de mayor demanda de Europa (debido a un clima más frío de lo usual) y a restricciones en la oferta proveniente de Rusia, los precios del gas natural tuvieron un alza considerable, en particular en los mercados de Asia y de Europa. Ello, a su vez, ha tenido un impacto de segunda vuelta sobre los precios de petróleo y de carbón con lo cual los precios de la energía han registrado un incremento importante¹.

Algunos impactos a nivel global

La escasez y la elevación de los precios del gas, petróleo y carbón —sumado a los otros choques de oferta— afectarían la actividad económica y limitarían la recuperación que viene observando la economía global. En algunos casos, las actividades se verían afectadas directamente por los altos precios y el racionamiento y escasez de energía. El impacto directo varía de acuerdo con la intensidad en el uso de energía de cada actividad. Tomando como referencia la industria de Estados Unidos, se observa que el mayor consumo de energía (en sus diferentes tipos) corresponde a las industrias de químicos, papel, metales y minerales no metálicos.

CONSUMO DE ENERGÍA POR ACTIVIDAD MANUFACTURERA
(Estructura porcentual)

Fuente: USA Energy Information Administration.

1 En el caso del carbón, la crisis en el abastecimiento de gas llevó a una flexibilización en las restricciones impuestas a su consumo y a un incremento en el precio del carbón. La intervención del gobierno chino se ha orientado a incentivar a las minas a producir a máxima capacidad, a dictar medidas contra el acaparamiento y a flexibilizar los precios de la energía.

Dado su elevado consumo de energía, algunas refinerías se han visto particularmente afectadas. La empresa Nyrstar, con sede en Bélgica, anunció una reducción de 50 por ciento en sus tres plantas refinadoras de zinc y plomo debido al aumento de los precios de la electricidad. Por el mismo motivo, la empresa Glencore ha anunciado el cierre de varias plantas en Europa. Por su parte, los recortes de energía en China han afectado de manera especial a las industrias del acero y aluminio; otras actividades afectadas han sido el cemento y, en menor medida, la producción de papel y vidrio.

En otros casos, productos derivados del gas, petróleo o carbón son utilizados como insumos para otros productos manufacturados. Por ejemplo, la industria de fertilizantes demanda gas para la producción de urea. CF Industries ha cerrado dos plantas en el Reino Unido y la empresa Yara ha anunciado que reducirá la capacidad de producción de amoníaco en un 40 por ciento². Ello, sumado a una serie de restricciones a las exportaciones por parte de China y Rusia y a los problemas en la cadena de suministros, ha llevado a un aumento de los precios internacionales de los fertilizantes de 102 por ciento en lo que va del año.

Impacto sobre algunos rubros de importación de Perú

Las importaciones peruanas, especialmente las de insumos, han sido afectadas por los choques de oferta anteriormente descritos, tal como lo sugieren los mayores precios registrados. Si bien esta tendencia se ha percibido desde inicios del presente año, recientemente ha cobrado mayor magnitud. Tal es el caso de los precios de los insumos industriales, que en promedio han pasado de tener una tasa de crecimiento de 4,1 por ciento en el primer trimestre a 27,4 por ciento en el tercer trimestre frente a igual periodo de 2019 (11,3 y 33,5 por ciento, respectivamente, comparado con 2020).

IMPORTACIONES DE INSUMOS INDUSTRIALES

(Variaciones porcentuales)

	Volumen						Precio					
	2021/2019			2021/2020			2021/2019			2021/2020		
	IT	IIT	IIIT	IT	IIT	IIIT	IT	IIT	IIIT	IT	IIT	IIIT
TOTAL	4,2	11,5	0,6	10,8	27,8	17,9	4,1	20,0	27,4	11,3	28,0	33,5
Plásticos	9,2	28,4	1,7	20,4	34,8	9,5	2,3	36,0	43,4	22,5	59,6	73,6
Hierro y acero	17,2	92,5	26,3	14,8	60,4	113,6	-3,0	17,2	39,7	11,0	27,1	56,0
Textiles	23,4	11,5	-4,5	39,3	75,0	11,2	-19,5	-5,5	3,4	-6,4	7,7	16,4
Papeles	-23,4	-12,5	-10,5	-6,4	13,8	23,0	-18,9	-10,6	3,4	-4,5	2,2	17,0
Productos químicos	14,1	9,4	-0,3	5,0	-1,2	9,9	10,5	12,4	14,9	11,1	17,0	15,8
Químicos orgánicos	11,9	11,4	2,0	18,1	25,0	17,8	1,7	23,6	31,8	11,9	35,5	43,0
Abonos	-6,2	-16,0	1,7	6,2	3,7	-7,5	-12,2	11,6	33,3	1,2	22,8	53,6
Resto	-0,8	-1,1	-2,2	5,9	22,1	13,5	13,2	25,4	27,2	13,7	28,0	24,9

Fuente: Sunat.
Elaboración: BCRP.

Según producto, resaltan los precios de las importaciones de plásticos (polipropileno), hierro y acero (barras de acero), abonos (urea) y químicos orgánicos (alcohol carburante), los cuales en el tercer trimestre de 2021 han alcanzado tasas de crecimiento entre 30 y 40 por ciento frente a similar periodo de 2019. Nuevamente estos rubros corresponden a industrias intensivas en energía y guardan estrecha relación con derivados del gas o petróleo. No se observan variaciones de similar magnitud para precios de insumos textiles, papeles y productos químicos, rubros que en cambio registran menores volúmenes de importación.

2 Ver Chemical Snippets, Udeshi et al., 17-Sep 2021.



FLETES DE IMPORTACIONES DE INSUMOS INDUSTRIALES 1/

(Variaciones porcentuales)

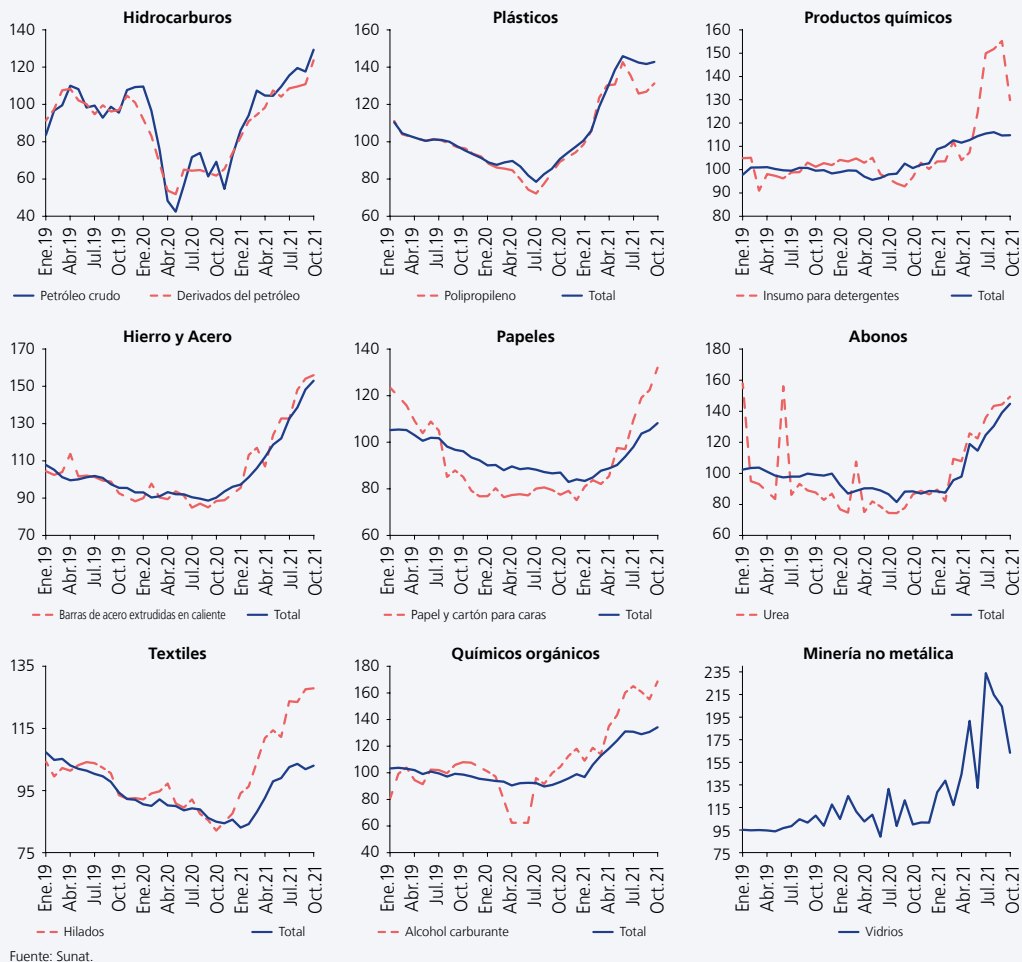
	2021/2019			2021/2020		
	IT	IIT	IIIT	IT	IIT	IIIT
TOTAL	40,4	67,3	119,6	43,1	55,8	113,0
Plásticos	54,0	132,0	187,0	63,3	134,5	232,6
Hierro y acero	0,9	22,5	94,4	3,8	34,5	93,2
Textiles	122,3	107,0	311,9	109,5	83,4	288,5
Papeles	24,0	39,0	93,0	16,4	39,4	113,3
Productos químicos	50,5	90,1	139,4	47,1	38,9	116,5
Químicos orgánicos	47,3	41,6	82,8	35,0	16,3	63,1
Abonos	15,0	46,5	65,1	5,8	45,9	88,7
Resto	39,2	69,4	118,2	48,9	46,0	91,5

1/ Fletes de importaciones como US\$ por TM.
Fuente: Sunat.
Elaboración: BCRP.

Los menores volúmenes importados de algunos insumos industriales pueden deberse en parte a los mayores fletes de importación por los problemas logísticos en el comercio marítimo. El costo de transporte de productos plásticos, textiles, químicos y papeles se ha más que duplicado en el tercer trimestre frente al mismo periodo del año anterior. En ese sentido, a las presiones inflacionarias por los mayores precios de importación (derivadas de los incrementos de los costos de energía) se sumarían aquellas causadas por la escasez de productos que se han encarecido por los altos costos de los fletes.

ÍNDICE DE PRECIOS DE IMPORTACIÓN

(Base 100 = 2019)



II. Balanza de pagos

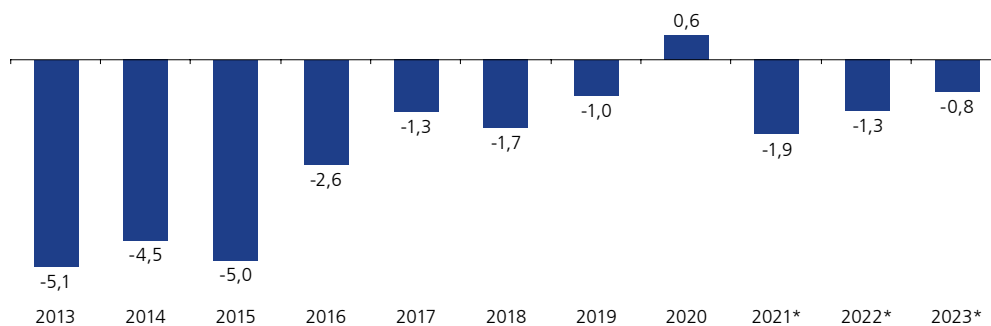
Cuenta corriente

21. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de US\$ 3 896 millones (2,4 por ciento del PBI) a setiembre de este año. Este resultado es menor en 2,5 puntos porcentuales del producto en comparación al superávit de igual periodo de 2020. La evolución respondió a: (i) el aumento de las importaciones tras la recuperación de la demanda interna; (ii) el incremento del déficit de la renta de factores, debido a las mayores utilidades; (iii) la contracción de la cuenta de servicios, debido al elevado precio de los fletes internacionales en un contexto de crisis en el transporte marítimo y problemas en la cadena logística.

Esta tendencia fue parcialmente compensada por la evolución favorable del valor de las exportaciones ante los altos precios de los *commodities* y el mayor volumen embarcado de productos no tradicionales. Por último, la evolución de las remesas del exterior también limitó la ampliación del déficit en cuenta corriente, por la recuperación de la actividad en los principales países de los que provienen las remesas.

Se proyecta un déficit en cuenta corriente de 1,9 por ciento del producto en 2021, determinado por la evolución observada en lo que va del año. Para 2022 se espera un déficit más bajo, de 1,3 por ciento del PBI, debido al impacto positivo de la normalización de la producción local y de la demanda global sobre los volúmenes exportados. Hacia el final del horizonte de proyección se espera una reducción adicional del resultado deficitario, a 0,8 por ciento del producto, debido mayormente a la recuperación proyectada de las exportaciones de servicios tras la finalización del escenario de pandemia.

Gráfico 26
CUENTA CORRIENTE: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.





El déficit esperado para 2021, en términos del PBI, es ligeramente superior respecto a lo proyectado en el Reporte de setiembre, por un déficit de servicios más alto observado en lo que va del año y una balanza comercial ligeramente menos superavitaria, lo cual sería parcialmente compensado por un menor déficit por renta de factores y una evolución favorable de remesas del exterior. Por su parte, la revisión a la baja desde un superávit de 0,2 por ciento del producto a un déficit de 1,3 por ciento en 2022 obedece al incremento esperado de los precios de combustibles y alimentos, que encarecerían las importaciones, así como por la persistencia en el alto costo de los fletes internacionales, lo que ampliaría el déficit de servicios.

22. La **cuenta financiera** ascendió a 6,8 por ciento del PBI (US\$ 11 182 millones) en el periodo de enero a setiembre de 2021, lo que correspondió a la venta de activos externos de cartera, la recuperación de la inversión directa extranjera en el país, los mayores préstamos netos de largo plazo y el financiamiento externo del sector público. La salida de capitales externos de corto plazo continuó en el tercer trimestre (US\$ 4 680 millones), aunque a un ritmo menor que en el segundo (US\$ 7 465 millones).

La proyección de la cuenta financiera en **2021** incorpora un financiamiento del sector público más elevado, mayores ventas de activos externos por parte de las AFP para cubrir los retiros aprobados de sus afiliados, un mayor incremento de la inversión de cartera en activos locales y desembolsos más elevados. Se proyecta que la salida de capitales externos de corto plazo en el año (7,4 por ciento del PBI) sería el mayor flujo negativo como porcentaje del producto desde que se tiene registro de las series anuales (1950).

La proyección para **2022** asume una recuperación gradual de la inversión de cartera en el exterior por parte de las AFP y un incremento de la inversión de cartera en el país por parte de los no residentes. Hacia **2023**, la recuperación de los capitales de largo plazo del sector privado respecto al año previo sería compensada por un menor requerimiento de financiamiento del sector público, tras la finalización del escenario de pandemia.

Cuadro 10
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Set.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	1 321	-3 896	-3 806	-4 325	420	-3 182	-2 154
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,6</i>	<i>-2,4</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,9</i>	<i>0,2</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,8</i>
1. Balanza comercial	7 966	10 021	14 969	14 656	17 635	15 588	16 315
a. Exportaciones	42 680	45 050	60 658	61 899	64 346	66 836	70 324
<i>De las cuales:</i>							
i) Tradicionales	29 788	33 510	44 486	45 545	46 716	49 028	51 093
ii) No Tradicionales	12 770	11 412	15 981	16 162	17 312	17 618	19 043
b. Importaciones	-34 713	-35 029	-45 689	-47 243	-46 712	-51 248	-54 008
2. Servicios	-4 170	-4 554	-5 834	-6 377	-5 240	-6 776	-5 928
3. Renta de factores	-6 546	-12 314	-16 775	-16 544	-15 998	-16 094	-16 789
4. Transferencias corrientes	4 071	2 951	3 833	3 941	4 023	4 100	4 248
Del cual: Remesas del exterior	2 939	2 658	3 455	3 562	3 627	3 704	3 853
II. CUENTA FINANCIERA 1/	5 070	5 213	2 058	8 118	1 005	3 182	2 154
1. Sector privado	-2 073	361	-8 057	-4 380	-1 877	301	577
a. Largo plazo	-1 096	15 135	5 892	12 235	-1 876	301	577
b. Corto plazo	-977	-14 774	-13 950	-16 615	0	0	0
2. Sector público 2/	9 818	10 821	10 437	16 443	2 882	2 882	1 577
3. Errores y omisiones netos 3/	-2 675	-5 969	-322	-3 946	0	0	0
III. VARIACIÓN DE RIN	6 391	1 317	-1 748	3 793	1 425	0	0

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

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

3/ Incluye efecto valuación de RIN.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

23. El superávit de la **balanza comercial** alcanzó US\$ 10 021 millones en los primeros tres trimestres del año, monto superior en US\$ 5 702 millones al registrado en el mismo periodo de 2020 (US\$ 4 319 millones). El avance corresponde al aumento de las exportaciones desde US\$ 28 747 millones entre enero y setiembre de 2020 a US\$ 45 050 millones en el periodo de análisis, como resultado de las cotizaciones más altas de metales industriales y el desempeño favorable de la actividad económica mundial; lo que influyó positivamente en el mayor precio pagado por nuestros productos tradicionales embarcados (42,8 por ciento), dentro de los cuales destacan productos mineros como el cobre y el zinc, reflejo del incremento de la demanda mundial y el proceso de transición a energía limpia y renovable.

Con esta evolución se proyecta que la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 14 656 millones en **2021**, ligeramente menor en US\$ 313 millones a la prevista en el Reporte previo. Esta corrección se explica principalmente por el mayor incremento observado en lo que va del año del valor de las importaciones respecto al de las exportaciones, dados los altos precios de los insumos (industriales, combustibles y alimentos) y la recuperación de la demanda interna. Para **2022**, se espera un superávit comercial de US\$ 15 588 millones, monto menor en US\$ 2 047 millones al proyectado en el Reporte previo, lo cual se explica por la proyección de un precio más elevado de los insumos, que incrementarían el valor de las importaciones. Para **2023** se espera una ampliación del superávit comercial.

La proyección de los volúmenes exportados en **2021 y 2022** incorpora un mayor crecimiento por la revisión de los productos tradicionales (derivados del petróleo, harina de pescado, y gas) y los no tradicionales (agropecuarios y textil). Para **2023**, el crecimiento de volúmenes es consistente con la proyección de producción; reflejo del desempeño favorable de la producción primaria y el mayor flujo comercial a nivel mundial tras la finalización del escenario de pandemia y la normalización de las dificultades logísticas.

Por su parte, la recuperación del valor de las importaciones de **2021** se explicaría principalmente por los volúmenes registrados entre enero y setiembre del año, que siguió al mayor dinamismo de la demanda interna, principalmente de bienes de capital e insumos; y el aumento de la cotización internacional del precio del petróleo, insumos industriales y alimentos. Hacia **2022 y 2023** las mayores importaciones se registrarían en los rubros de alimentos, bienes de consumo no duradero, e insumos industriales y la recuperación de las importaciones de bienes de capital.

Gráfico 27
BALANZA COMERCIAL, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(Acumulado últimos doce meses - Miles de millones de US\$)

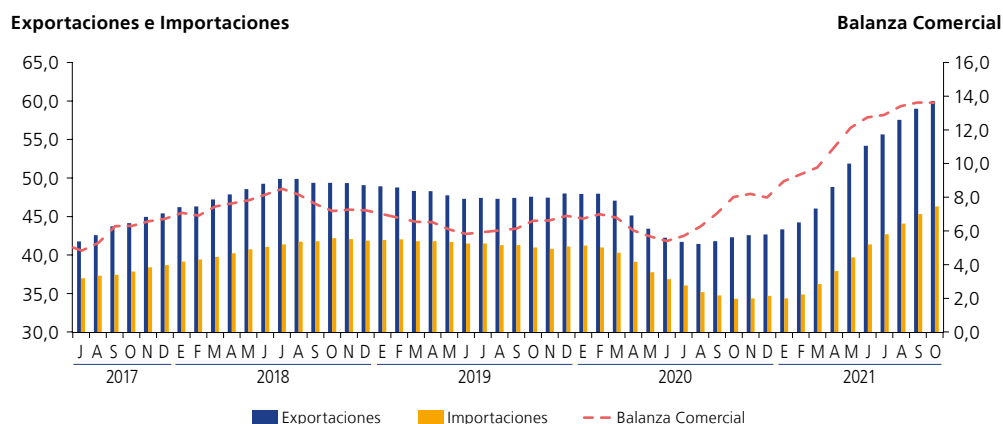
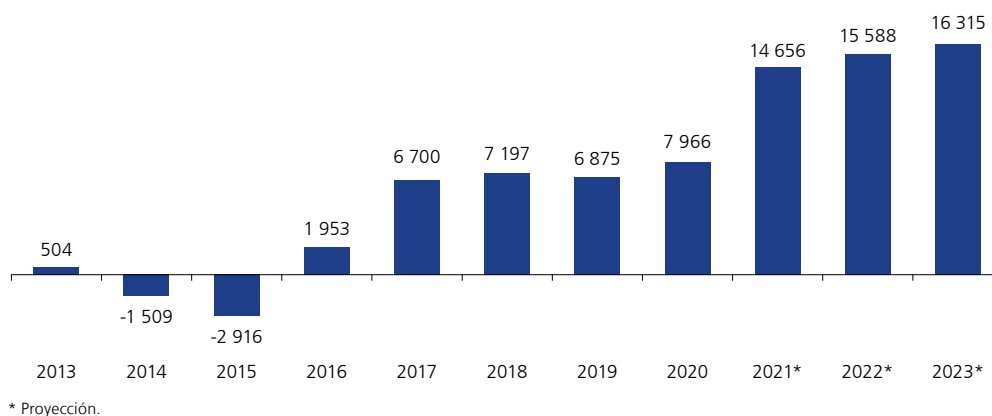


Gráfico 28
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



Los precios promedio de exportación estarían sustentados en las altas cotizaciones de *commodities* (cobre, oro, zinc y gas) con una tendencia a desacelerarse hacia 2022, aunque se mantendrían en niveles atractivos para la inversión en infraestructura verde. Hacia el final del horizonte de proyección los precios promedio de los productos embarcados se contraerían; mientras que los de importación se revisan al alza en 2021 y 2022 -en menor magnitud-, siguiendo la evolución del precio del petróleo. Hacia **2023**, los precios de importación se estabilizarían progresivamente, aunque persistiendo la tendencia al alza de la cotización del crudo, en un contexto de mayor demanda de otras fuentes de energía renovable.

24. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 45 050 millones en el periodo enero-setiembre de 2021, lo que representó un incremento de US\$ 16 303 millones (56,7 por ciento) con respecto al resultado alcanzado en el mismo periodo de 2020. Esto se explica por las mayores exportaciones de productos tradicionales (67,1 por ciento); y en menor magnitud, por las no tradicionales (32,7 por ciento).

Para **2021**, el valor de las exportaciones se revisa al alza y estaría sustentado por los mayores precios de productos tradicionales mineros. Este desarrollo se debe a la recuperación económica pospandemia en un contexto de continuos choques de oferta asociados a la cadena de suministros, restricciones de operaciones de empresas mineras por brotes de COVID-19 y altos costos de energía. Asimismo, la evolución de los volúmenes embarcados en lo que va del año contribuiría favorablemente, destacando el envío de derivados del petróleo, harina y productos no tradicionales.

En **2022 y 2023** se esperaría un crecimiento en el embarque de productos no tradicionales y volúmenes exportados de productos tradicionales; en un escenario de recuperación de la oferta minera local y la normalización del comercio exterior. La proyección de 2022 es mayor a la esperada en el Reporte previo debido principalmente a un mayor incremento esperado de los precios de metales.

25. Las **importaciones** sumaron US\$ 35 029 millones entre enero-setiembre de 2021, lo que representó un incremento de US\$ 10 601 millones (43,4 por ciento) con respecto a igual periodo de 2020. Este resultado se explica por la aceleración de la demanda interna, que impulsó los volúmenes importados de bienes de capital e insumos; así como por el incremento del precio del petróleo, insumos industriales y alimentos.

Para **2021** se proyecta un mayor crecimiento de los volúmenes respecto al previsto en el Reporte de setiembre, como resultado de la evolución de los tres primeros trimestres del año, en línea con la demanda interna y siguiendo la tendencia del precio del petróleo. Hacia **2022** y **2023** la proyección del crecimiento de volumen se mantiene, liderado por el mayor dinamismo de las importaciones de principales alimentos, bienes de consumo e insumos industriales, así como la recuperación de las compras de bienes de capital.

Asimismo, se prevé incremento de los precios de importación en **2021** y **2022**, reflejo del incremento del precio del petróleo, como resultado de la rápida recuperación de la demanda –aumento de movilidad, alza del precio de la electricidad en Europa y racionamiento de energía a las industrias en China– lo que reduciría el nivel de inventarios en las economías desarrolladas. Hacia el final del horizonte de proyección se esperaría una paulatina estabilización de la cotización del petróleo, aunque con presión al alza, tras la mayor demanda mundial de cambio energético.

Cuadro 11
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2020	2021*			2022*		2023*	
		Ene.-Set.21 respecto a: Ene.-Set.20	Ene.-Set.19	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
1. Valor:								
Exportaciones	-11,0	56,7	29,0	41,3	45,0	6,1	8,0	5,2
<i>Productos tradicionales</i>	-12,4	67,1	35,0	48,6	52,9	5,0	7,6	4,2
<i>Productos no tradicionales</i>	-7,5	32,7	14,3	24,0	26,6	8,3	9,0	8,1
Importaciones	-15,6	43,4	14,0	31,6	36,1	2,2	8,5	5,4
2. Volumen:								
Exportaciones	-14,4	19,0	-2,3	11,0	12,4	5,2	5,8	5,9
<i>Productos tradicionales</i>	-18,3	17,0	-7,3	9,4	10,3	5,8	6,2	6,5
<i>Productos no tradicionales</i>	-3,5	24,7	12,2	15,6	18,4	5,0	5,0	5,0
Importaciones	-11,1	24,8	5,0	15,5	17,2	4,7	4,7	5,4
3. Precio:								
Exportaciones	3,9	31,7	32,0	27,2	29,0	0,9	2,1	-0,6
<i>Productos tradicionales</i>	7,1	42,8	45,7	35,8	38,6	-0,8	1,4	-2,2
<i>Productos no tradicionales</i>	-4,2	6,4	1,8	7,3	6,9	3,1	3,8	2,9
Importaciones	-5,0	14,9	8,5	13,9	16,1	-2,4	3,6	0,0

* Proyección.

Términos de intercambio

26. Los términos de intercambio registraron un avance de 14,6 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2021, impulsados por los valores máximos que alcanzó la cotización del cobre (incremento de 57,1 por ciento respecto a similar periodo de 2020), debido a menores niveles de inventarios mundiales y el aumento de los precios de la energía. Además, la oferta de cobre reciclado, que tradicionalmente equilibra el mercado, también enfrentó dificultades para aumentar su producción debido a estándares ambientales más estrictos en China y Malasia.

Para 2021 se registraría una expansión de 11,1 por ciento en los términos de intercambio, menor a la proyectada en el Reporte de setiembre (11,7 por ciento). Esta revisión corresponde al mayor incremento proyectado del precio promedio de importación,





sustentado en las cotizaciones más altas de combustibles, como petróleo; de alimentos, principalmente trigo; y del resto de insumos industriales. Ello compensaría la revisión al alza en los precios de exportación. Asimismo, la proyección actual incorpora una ligera corrección a la baja respecto al precio promedio del maíz previsto en el Reporte previo, de US\$/TM 232 a US\$/TM 226.

Los términos de intercambio retrocederían 1,5 por ciento en 2022, en contraste con la tasa de crecimiento de 3,3 por ciento prevista en el Reporte de setiembre. Se prevé que la crisis energética mantenga altos los precios del gas y presione al alza el costo de producción de los fertilizantes y, por tanto, el precio promedio de alimentos importados. Por otro lado, la crisis de la energía se reflejaría en una menor producción de algunos metales (aluminio, zinc, otros). Hacia 2023 se normalizarían gradualmente los precios de los *commodities*.

Cuadro 12
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2020-2023

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Set.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
Términos de intercambio							
<i>Var % anual (promedio)</i>	9,4	14,6	11,7	11,1	3,3	-1,5	-0,7
Precios de Exportaciones							
<i>Var % anual (promedio)</i>	3,9	31,7	27,2	29,0	0,9	2,1	-0,6
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	280	416	419	423	424	435	428
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	103	131	132	136	135	146	136
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	83	98	100	100	102	105	102
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1770	1801	1794	1803	1781	1831	1845
<i>Gas natural (US\$ mbtu)</i>	2,1	3,3	3,4	3,8	3,5	4,4	3,6
Precios de Importaciones							
<i>Var % anual (promedio)</i>	-5,0	14,9	13,9	16,1	-2,4	3,6	0,0
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	39	65	65	69	63	75	68
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	186	247	253	258	267	287	278
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	137	230	232	226	216	223	212

* Proyección.

Gráfico 29
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual acumulada 12 meses)

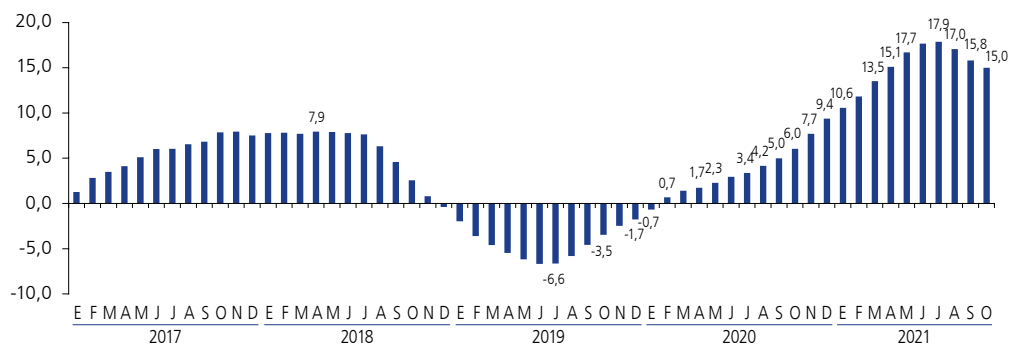
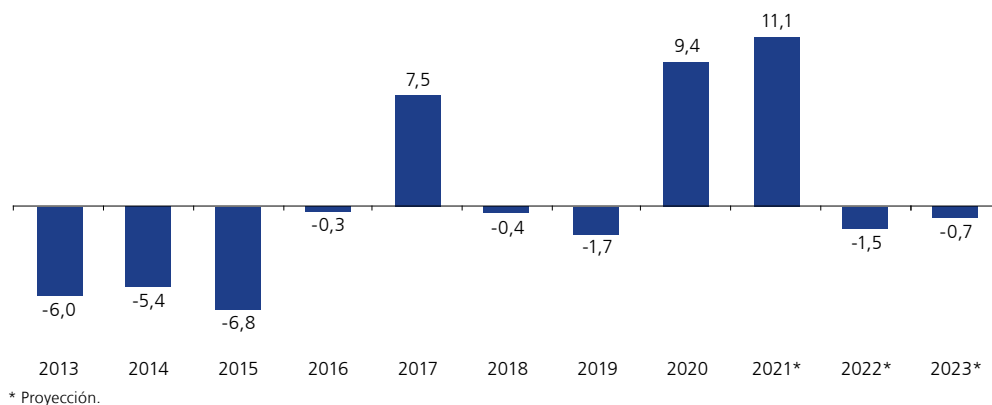
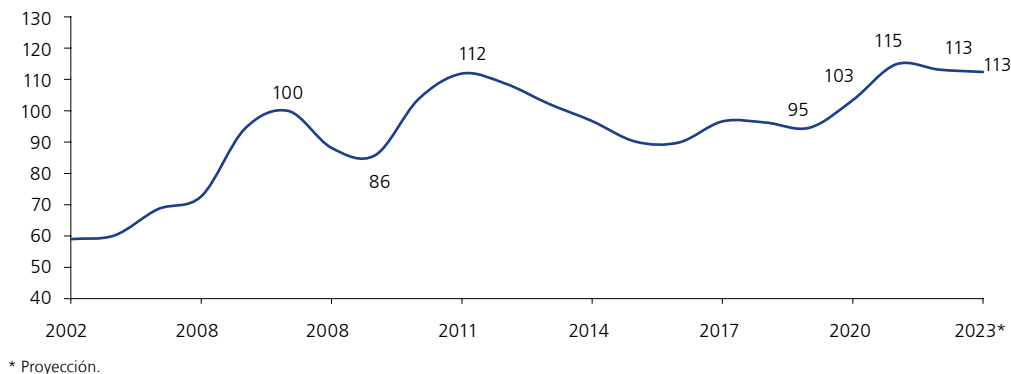


Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2013-2023
 (Variación porcentual promedio anual)



Con la proyección actual, el nivel promedio de los términos de intercambio entre 2020 y 2023 continuaría siendo el más alto de los últimos 20 años, aun incorporando una ligera corrección en el horizonte de proyección.

Gráfico 31
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2023
 (Índice 100 = 2007)



Financiamiento externo

27. El **financiamiento externo de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 15 135 millones en el periodo de enero-setiembre de 2021, monto mayor en US\$ 16 479 millones al obtenido en igual periodo de 2020. Este resultado se explica por la mayor venta de activos de cartera externa, principalmente de las AFP (para atender los retiros autorizados) y de fondos mutuos. Por su parte, el flujo de **capitales de corto plazo** fue negativo en US\$ 14 774 millones.

La proyección para **2021** considera una revisión al alza del financiamiento externo de largo plazo del sector privado, asociado a una mayor venta de activos externos y un incremento en la inversión extranjera de cartera en el país. La cuenta financiera de corto plazo, por su parte, reflejaría un flujo negativo de capitales en las cuentas del sector no financiero, asociado a los mayores depósitos en el exterior de las familias y empresas no financieras en un contexto de incertidumbre política.





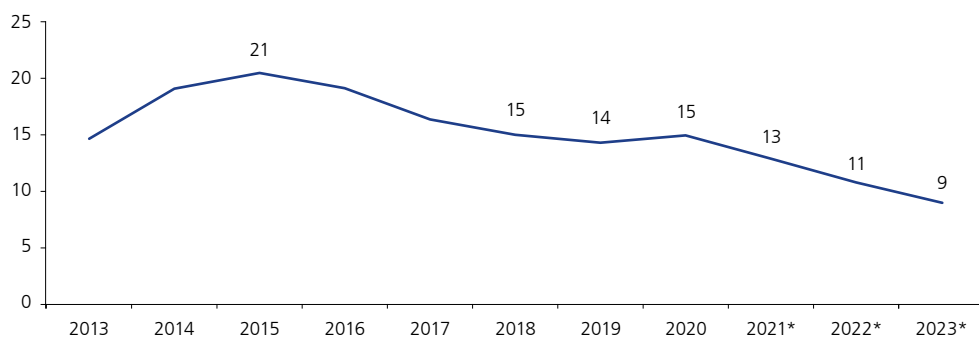
Se revisa ligeramente a la baja la inversión directa extranjera de 2021 respecto a lo previsto en el Reporte previo, aunque se mantiene como la principal fuente de financiamiento. En comparación a 2020, el impulso de esta cuenta provendría de la reinversión de utilidades, en línea con la evolución de los precios de exportación y la aceleración en la recuperación de la actividad local. La proyección actual también incorpora una mayor reducción de la inversión de cartera en el exterior, debido a la venta de activos financieros por parte de las AFP observada en lo que va del año, dados sus requerimientos de liquidez para atender los retiros de sus afiliados. Se estima que el reinicio de la inversión en activos externos de las AFP y fondos mutuos sea hacia finales de 2021, con mejores rendimientos de los activos externos producto de la recuperación global. Por su parte, la mayor recuperación de la inversión extranjera de cartera en el país incorpora un menor ritmo de salidas de capitales de renta variable y una entrada más elevada de capitales de renta fija. Por último, se esperaría similar evolución de las amortizaciones, en una coyuntura de preferencia por financiamiento local.

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

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Set.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
SECTOR PRIVADO (A + B)	-2 073	361	-8 057	-4 380	-1 877	301	577
Porcentaje del PBI	-1,0	0,2	0,0	-2,0	0,0	0,1	0,2
A. LARGO PLAZO	-1 096	15 135	5 892	12 235	-1 876	301	577
1. ACTIVOS	175	10 682	2 012	7 448	-3 194	-2 012	-2 208
2. PASIVOS	-1 270	4 453	3 881	4 787	1 317	2 314	2 785
Inversión directa extranjera en el país	1 382	5 063	6 631	6 201	5 111	5 138	5 708
Préstamos de Largo Plazo	-3 367	-1 277	-3 151	-2 375	-4 317	-4 023	-3 642
Inversión de cartera	715	667	401	962	523	1 199	719
B. CORTO PLAZO	-977	-14 774	-13 950	-16 615	0	0	0
ERRORES Y OMISIONES NETOS 1/	-2 675	-5 969	-322	-3 946	0	0	0

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

Gráfico 32
**SALDO DE DEUDA EXTERNA
DE MEDIANO Y LARGO PLAZO PRIVADA: 2013 - 2023**
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

La proyección para **2022** revisa al alza el financiamiento externo de largo plazo del sector privado, en comparación a lo previsto en el Reporte de setiembre. El escenario de proyección asume una recuperación más gradual de la inversión de cartera en el exterior por parte de las AFP, un incremento más alto de la inversión de cartera en el país por parte de los no residentes y una ligera mayor inversión directa extranjera en el país. Hacia **2023**, los capitales de largo plazo del sector privado se recuperarían en línea con la finalización del escenario de pandemia y bajo el supuesto de una menor incertidumbre política.

28. El financiamiento externo neto al sector público fue US\$ 10 821 millones en el periodo de enero a setiembre de 2021, mayor en US\$ 3 979 millones respecto a similar periodo de 2020. En el periodo en análisis destacan los desembolsos por US\$ 10 552 millones, asociados a las emisiones de bonos globales por US\$ 5 022 millones, los préstamos de libre disponibilidad al Gobierno por US\$ 2 500 millones, la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI por US\$ 1 811 millones y la reapertura del bono corporativo de Petroperú con vencimiento en 2047 por US\$ 1 000 millones. Limitó esta tendencia en el financiamiento la venta de bonos soberanos en manos de no residentes por US\$ 190 millones respecto a las adquisiciones realizadas entre enero-setiembre de 2020.

En 2021, la cuenta financiera pública incorpora la emisión de bonos globales por US\$ 4,0 mil millones, realizada el 2 de noviembre, y por € 1,0 mil millones el 17 de noviembre. Asimismo, se prevé se mantenga el ritmo de compras de bonos soberanos por no residentes, registrados desde el tercer trimestre. En 2022 se mantiene inalterada la proyección de la cuenta financiera pública respecto al Reporte previo, y al cierre del horizonte de proyección bajaría el requerimiento financiero del sector público, en línea con la reducción esperada del déficit fiscal.

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

	2020	2021*		2022*		2023*	
		Ene.-Set.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
I. Desembolsos 1/	9 977	10 552	10 759	15 955	2 210	2 210	1 240
II. Amortización	-935	-295	-507	-508	-1 189	-1 189	-1 704
III. Activos externos netos	-288	125	102	97	-140	-140	-140
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	1 064	439	84	898	2 000	2 000	2 180
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 565	-190	-502	270	2 000	2 000	2 180
b. Bonos globales adquiridos por residentes	501	-628	-586	-628	0	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	9 818	10 821	10 437	16 443	2 882	2 882	1 577

1/ Incluye bonos.
* Proyección.

29. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. Adicionalmente a los niveles de respaldo elevados gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales, Perú cuenta con una línea de crédito automática de libre disponibilidad (FCL) del FMI por aproximadamente US\$ 11,2 mil millones para hacer frente a eventuales contingencias.





Cuadro 15
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

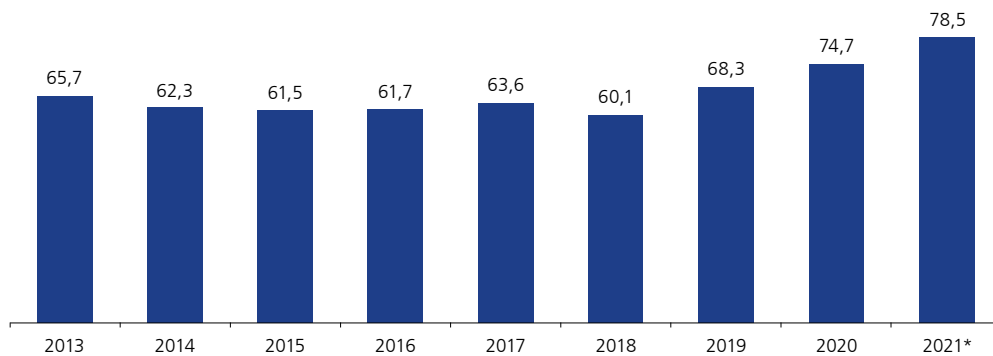
	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*	2023*
Reservas Internacionales como porcentaje de:							
a. PBI	29,7	26,7	29,6	36,4	35,0	33,2	30,7
b. Deuda externa de corto plazo 1/	414	343	498	532	485	481	481
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	351	281	424	587	383	402	425

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

* Proyección.

30. Al 14 de diciembre, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han aumentado en US\$ 3 818 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 78 525 millones. Este resultado se explica en parte por los ingresos por asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) que ascendieron a US\$ 1 811 millones.

Gráfico 33
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2013 - 2021
(Miles de millones de US\$)



* Al 14 de diciembre.

III. Actividad económica

PBI sectorial

- 31. La actividad económica entre enero y octubre de 2021 se ubicó ligeramente por encima del nivel registrado en el mismo periodo de 2019 (0,6 por ciento) y registró un incremento interanual de 16,0 por ciento, principalmente por una baja base comparativa y la flexibilización de las medidas sanitarias tras el avance del proceso de vacunación local y global.

A pesar de la incertidumbre política y su impacto negativo sobre las expectativas acerca del futuro de la economía, la evolución del PBI muestra un incremento continuo desde junio de 2021, respecto a los niveles de 2019. Los sectores con mayor dinamismo fueron construcción, manufactura no primaria, comercio y algunas ramas del sector servicios, entre las que destacan telecomunicaciones y financiero y seguros. Sin embargo, aún existen sectores rezagados en su recuperación, especialmente aquellos con mayor grado de interacción física como los servicios relacionados a transporte, y alojamiento y restaurantes. Asimismo, la producción primaria de setiembre estuvo limitada por los resultados de pesca (cumplimiento de cuotas de captura) e hidrocarburos (paralización de algunos lotes).

Gráfico 34
PBI REAL

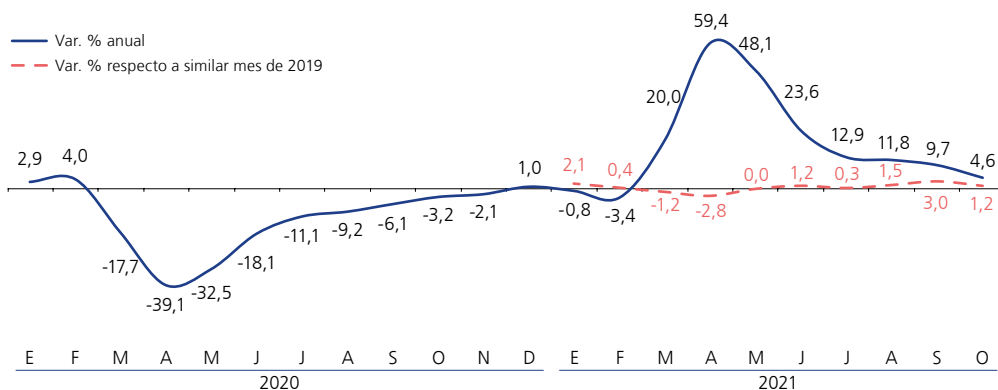
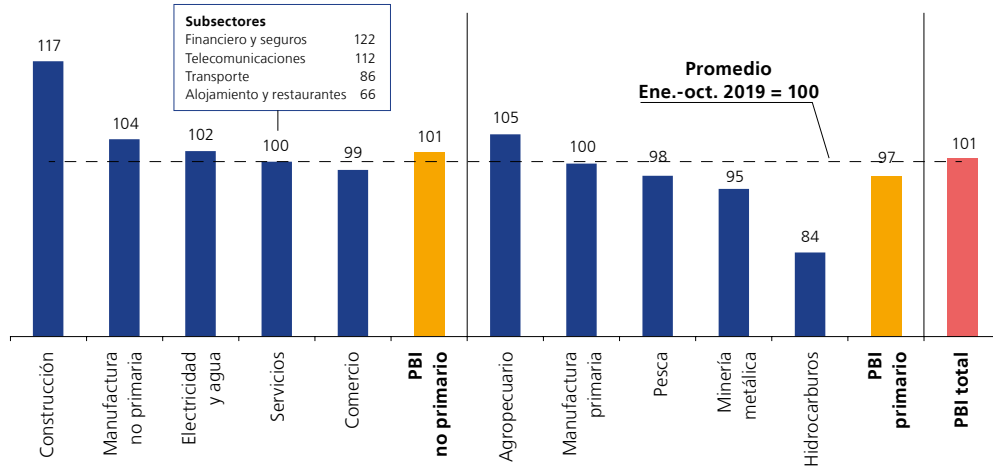
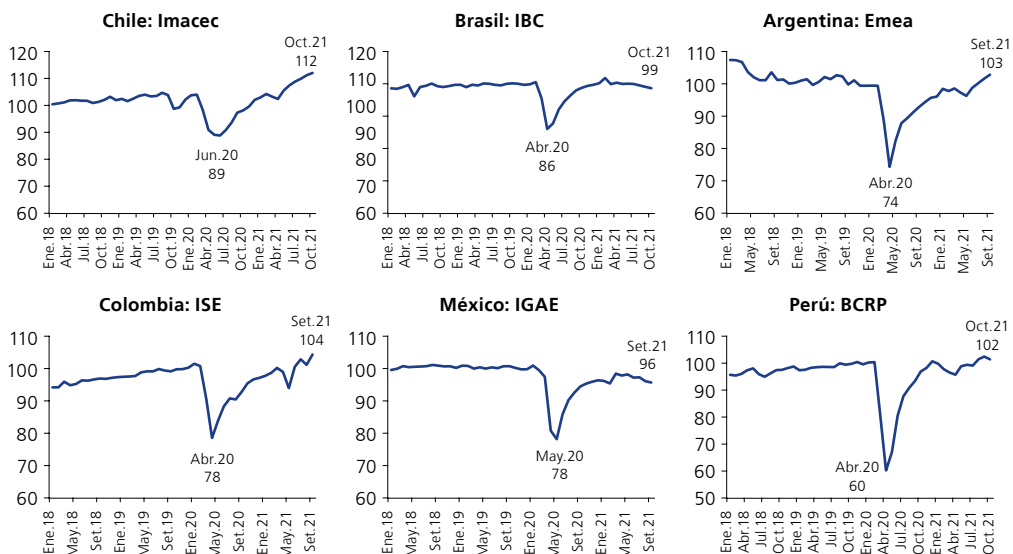


Gráfico 35
PBI REAL SEGÚN SECTORES ECONÓMICOS, PROMEDIO ENERO - OCTUBRE 2021
 (Índice 100 = enero - octubre 2019)



32. El índice desestacionalizado del PBI superó durante tres meses consecutivos su nivel previo a la crisis (cuarto trimestre de 2019) desde agosto de 2021. En octubre se ubicó 1,5 por ciento por encima de su nivel previo a la pandemia, disminuyendo ligeramente respecto a lo alcanzado el mes anterior. En términos trimestrales, el PBI del tercer trimestre de 2021 se posicionó 1,6 por ciento por encima del resultado de 2019, siendo superado solo por Chile y Colombia en la región. Respecto a la mayoría de las principales economías desarrolladas de Europa, Perú muestra un ritmo relativo de recuperación considerable.

Gráfico 36
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LA REGIÓN
 (Base 100 = IVT.19)



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

Cuadro 16
PBI REAL
(Variación % respecto al mismo trimestre de 2019)*

	2020				2021		
	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre
Alemania	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-4,7	-2,4	-1,3
Francia	-5,4	-18,6	-3,6	-4,3	-4,0	-3,3	-0,4
Italia	-5,8	-18,2	-5,2	-6,5	-6,5	-4,3	-1,5
España	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-8,3	-7,8	-6,2
Países Bajos	-0,4	-8,9	-2,6	-3,1	-2,6	0,6	2,3
Reino Unido	-2,2	-21,4	-8,1	-7,1	-7,9	-2,9	-2,0
Estados Unidos	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	1,1	2,0	1,9
Argentina**	-5,2	-19,0	-10,2	-4,3	-2,5	-4,5	0,8
Brasil	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,2	0,3	0,2
Chile	0,2	-14,2	-9,0	0,0	0,8	1,3	6,7
Colombia	0,6	-15,8	-8,4	-3,6	1,6	-1,0	3,7
México	-1,0	-18,7	-8,5	-4,4	-4,8	-2,5	-4,4
Perú	-3,9	-29,9	-8,8	-1,4	0,4	-0,5	1,6

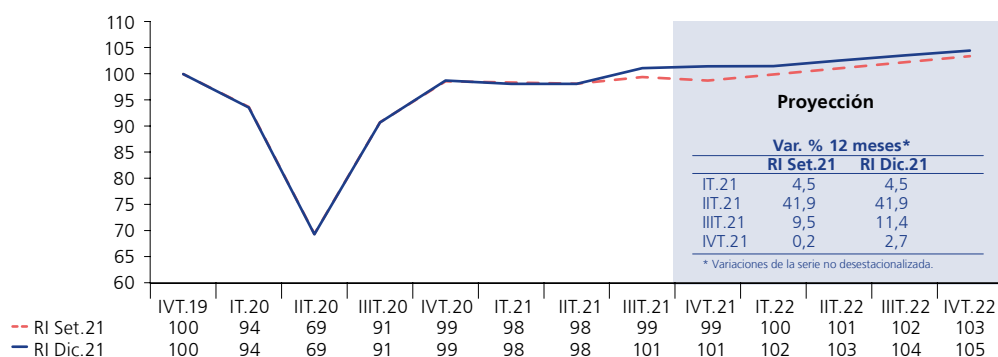
*Las variaciones de 2021 respecto a 2019 son cálculos propios a partir de las variaciones interanuales a un decimal.

**El dato del tercer trimestre de 2021 es estimado a partir de índices mensuales de actividad.

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

33. Para el último trimestre del año se espera una moderación del dinamismo de la economía (2,7 por ciento interanual), explicado por un menor efecto estadístico y por la desaceleración de la inversión privada. El escenario de proyección actual asume que de ocurrir una tercera ola de contagios por COVID-19, no implicaría un impacto económico significativo. En suma, la economía registraría un crecimiento de 13,2 por ciento en 2021, tasa mayor a la considerada en el Reporte previo (11,9 por ciento), explicado por un resultado mayor al esperado al mes de octubre. Asimismo, se espera que el PBI en los siguientes trimestres sea impulsado por la gradual normalización de las actividades productivas bajo un escenario de inmunización de la mayor parte de la población objetivo, y el mantenimiento de altos términos de intercambio y de recuperación paulatina de la confianza del consumidor y empresarial.

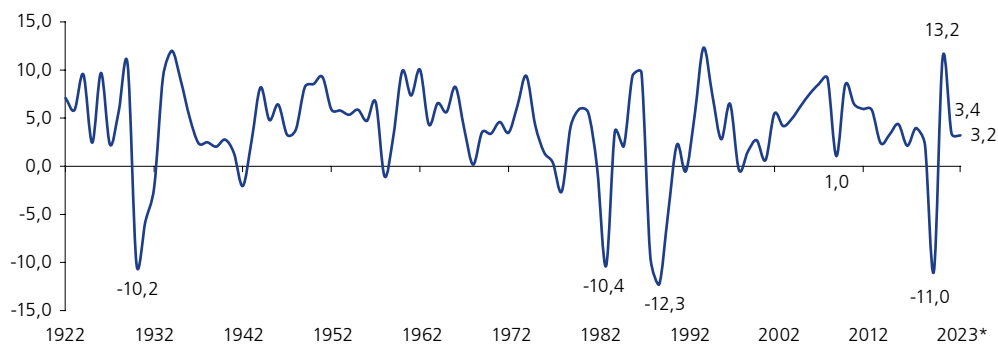
Gráfico 37
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2023
(Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100)



34. Se espera que la economía crezca 3,4 por ciento en 2022. El continuo proceso de vacunación permitiría que la actividad económica continúe recuperándose el próximo año, a través de la normalización gradual de los hábitos de gasto y el levantamiento de las restricciones sanitarias que se mantienen a la fecha, lo que impulsaría la actividad de los sectores no primarios y la recuperación del mercado laboral. Además, se espera un año con condiciones normales para la pesca, una normalización de la producción de hidrocarburos y la entrada en operación del proyecto Quellaveco.

La normalización de la actividad local y global, junto al de los hábitos de consumo, sería parcialmente amortiguada por el efecto de la menor confianza de los agentes sobre el futuro de la economía. La menor confianza empresarial afectaría las decisiones de inversión y, por consiguiente, los planes futuros de producción. Este impacto negativo también se tomó en cuenta en el Reporte previo, por lo cual se ha mantenido inalterada la proyección del crecimiento de 2022. Asimismo, de acuerdo al ritmo de recuperación previsto, las actividades relacionadas al turismo y restaurantes alcanzarían sus niveles previos a la crisis en 2023.

Gráfico 38
PBI TOTAL, 1922-2023
(Variación % anual)



* Proyección.

Cuadro 17
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*			2022*		2023*	
		Ene.-Oct.21 respecto a: Ene.-Oct.20	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21	
PBI primario	-7,7	7,6	-2,6	6,2	5,3	5,9	5,3	5,8
Agropecuario	1,4	3,0	4,6	2,0	2,8	2,7	2,7	2,8
Pesca	4,2	4,9	-2,5	5,4	0,0	4,4	4,4	4,4
Minería metálica	-13,8	13,7	-4,7	10,8	9,6	6,9	5,9	8,4
Hidrocarburos	-11,0	-5,5	-15,6	-3,8	-4,6	13,4	13,4	4,0
Manufactura	-2,0	6,0	-0,4	5,6	3,4	4,9	4,1	3,5
PBI no primario	-12,0	18,5	1,5	13,6	15,5	2,7	2,9	2,5
Manufactura	-16,4	28,9	3,8	21,1	24,8	1,4	1,4	3,3
Electricidad y agua	-6,1	9,8	1,8	7,7	8,2	1,7	1,7	5,0
Construcción	-13,9	52,0	17,2	30,6	34,7	0,0	0,5	2,5
Comercio	-16,0	21,5	-1,5	17,8	17,5	1,4	2,4	2,5
Servicios	-10,3	13,3	-0,1	9,9	11,7	3,6	3,7	2,3
Producto Bruto Interno	-11,0	16,0	0,6	11,9	13,2	3,4	3,4	3,2

RI: Reporte de Inflación

*Proyección: para 2021 y 2022, las últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual. Para 2023 solo se lista la proyección del presente RI.

La economía proseguiría con una recuperación de 3,2 por ciento en 2023, en un entorno en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios que impulse la creación de nuevos puestos de trabajo y la ejecución de proyectos de inversión, en el que se preserve la estabilidad macroeconómica y financiera. De hecho, el Recuadro 2 del presente Reporte describe la relación entre la estructura de gobernanza en los países y la estabilidad macroeconómica, elemento primordial para el crecimiento de la economía.

- a) En el tercer trimestre de 2021 el **sector agropecuario** creció 7,8 por ciento, respecto a similar periodo de 2019, debido al mayor dinamismo de las exportaciones agrícolas (arándanos, paltas, espárragos y café) y a la mayor producción de arroz. Respecto al tercer trimestre del 2020, el sector creció 9,6 por ciento, por mayores cosechas de arándanos y uva; recuperación de las siembras de papa, maíz amarillo duro y arroz (por mayor disponibilidad hídrica); y por la normalización de las cosechas de café y palta.

Para **2021**, la proyección del sector agropecuario se revisó al alza, de 2,0 a 2,8 por ciento. La revisión obedece a mayores volúmenes de agro exportaciones de arándanos, paltas, espárragos, uva y café. Además, se esperan mayores cosechas de arroz y maíz amarillo duro, por mejores condiciones hídricas. Finalmente, habrá mayor producción de carne de ave, por mayor demanda de restaurantes, en un contexto de avances en la vacunación para enfrentar la pandemia del coronavirus.

La proyección de **2022** se mantiene en 2,7 por ciento. Para **2023**, se prevé un crecimiento de 2,8 por ciento por recuperación del subsector pecuario (carne de ave y huevo), crecimiento de las agroexportaciones y mayor producción de arroz.

- b) El **sector pesca** se contrajo 28,6 por ciento en el tercer trimestre, respecto a similar periodo de 2019, principalmente por menor consumo humano directo. Asimismo, en el tercer trimestre el sector registró una caída interanual de 37,8 por ciento, por la menor captura de especies para consumo humano directo, asociada a las menores cuotas anuales respecto a 2020. Sin embargo, el sector acumuló un crecimiento de 4,9 por ciento en el periodo enero-octubre de este año, debido a la mayor captura de anchoveta durante la primera temporada en la Zona Norte-Centro.

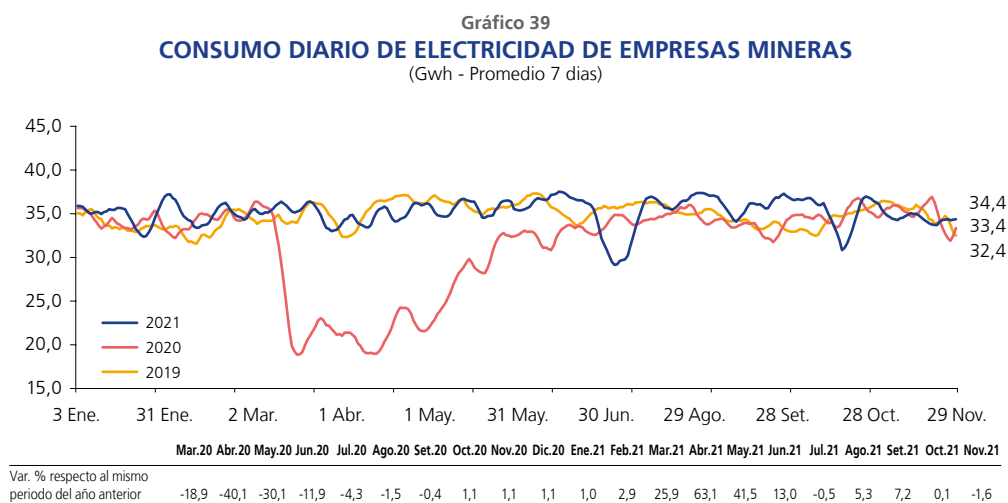
En términos anuales, para **2021** se proyecta un crecimiento nulo, contrario al crecimiento de 5,4 por ciento proyectado en el Reporte previo. La revisión obedece al menor consumo humano directo y la menor cuota de anchoveta en la segunda temporada en la Zona Norte-Centro (2,05 millones de TM en 2021 y 2,78 millones de TM en 2020). Dadas condiciones climáticas normales y adecuados niveles de biomasa de anchoveta, se espera que la actividad del sector pesca aumente 4,4 por ciento en **2022** y **2023**.

- c) El sector **minería metálica** en el tercer trimestre de 2021 se redujo 3,9 por ciento respecto a similar periodo de 2019 debido, principalmente, a la menor producción de cobre (-5,2 por ciento), oro (-24,2 por ciento), plata (-13,4 por ciento) y plomo (-14,5 por ciento). En este periodo, la producción de la gran y mediana minería se vio afectada por las menores leyes, limitaciones en las capacidades operativas para evitar el contagio de COVID-19 y por conflictos con las comunidades. Asimismo, la producción de oro se vio influenciada por el menor registro de la minería artesanal; y la producción de plata y plomo se vio perjudicada por la paralización de la compañía minera Raura. Pese a ello, el sector registró un crecimiento de 6,2 por



ciento interanual, básicamente por un efecto base respecto al año previo. De esta manera, durante los primeros diez meses de 2021, el sector acumuló una caída de 4,7 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 y un crecimiento interanual de 13,7 por ciento.

Durante los primeros meses del cuarto trimestre de 2021, el consumo de electricidad se desaceleró respecto a los meses anteriores, por mantenimientos y problemas con las comunidades.



Para **2021**, se espera que el sector crezca 9,6 por ciento, explicado por la mayor producción de la gran y mediana minería, la entrada en operación de Mina Justa (la empresa registra producción desde julio) y la ampliación de Toromocho. Para **2022**, la producción del sector minería metálica se incrementaría 5,9 por ciento, por la mayor producción de Toromocho, Mina Justa, Las Bambas y Constancia (Pampacancha), además de la entrada en operación del proyecto de Quellaveco. Para **2023**, se espera que el sector crezca 8,4 por ciento, asociado a la mayor producción de Quellaveco.

- d) La actividad del sector **hidrocarburos** del tercer trimestre de 2021 registró una caída de 19,1 por ciento respecto a similar periodo de 2019, por la menor producción de petróleo (-26,0 por ciento), debido a la paralización en la extracción de los lotes de la selva (lotes 192 y 8), ante la finalización de contratos. Asimismo, en comparación al tercer trimestre de 2019, en este tercer trimestre la producción de gas natural y líquidos de gas natural se redujo en 33,3 y 5,2 por ciento, respectivamente, debido a diversos mantenimientos realizados y a algunas fallas registradas en las plantas que afectó la producción de los lotes 56 y 57.

Con respecto al tercer trimestre de 2020, el sector presentó una caída de 6,2 por ciento, explicado por la menor extracción de gas natural y líquidos de gas natural, debido a los eventos comentados anteriormente. Con ello, durante los primeros diez meses del año, el sector experimentó una reducción interanual de 5,5 por ciento (-15,6 por ciento respecto al mismo periodo de 2019).

En lo que va del cuarto trimestre la producción de petróleo se vio afectada por los problemas con las comunidades, que perjudicó la extracción del lote 95. Los lotes 192 y 8 continúan paralizados, mientras que la extracción de gas natural y líquidos de gas natural cayó por algunos problemas registrados en la planta que afectó la producción del lote 56.

Gráfico 40
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles diarios, promedio móvil 7 días)

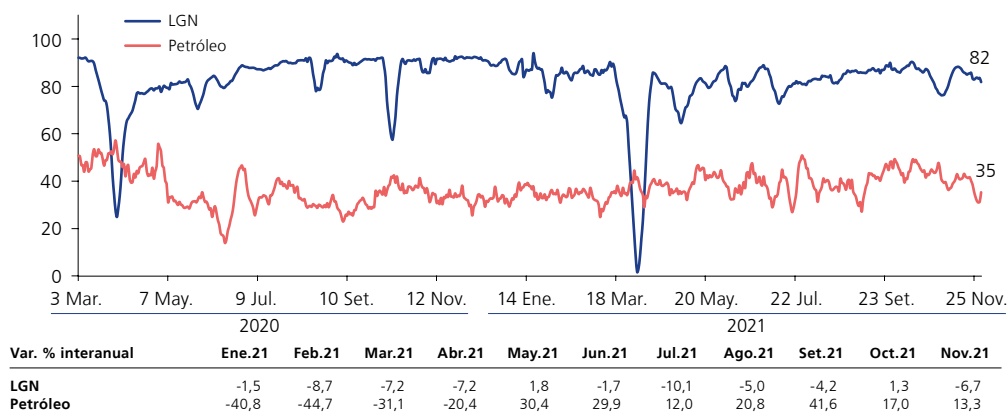
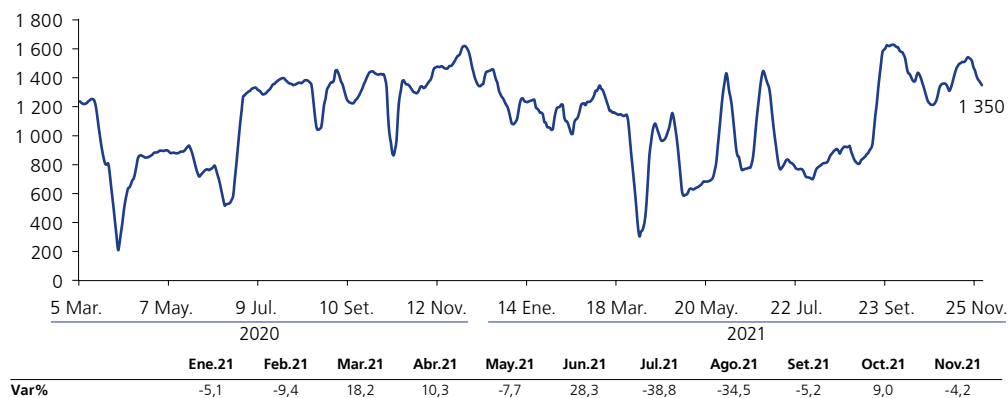


Gráfico 41
PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL
(Millones de pies cúbicos diarios, promedio móvil 7 días)



* Calculado con respecto al promedio mensual del mes.

Para **2021**, se espera una caída de 4,6 por ciento, contracción mayor que la proyectada en el Reporte previo, debido a los eventos ya mencionados. Para **2022**, se espera que el sector crezca 13,4 por ciento, debido a una normalización en la producción de gas natural y líquidos de gas natural, así como mayor extracción de petróleo esperada de los lotes ubicados en Loreto. Finalmente, para **2023** se espera que el sector crezca 4,0 por ciento, cifra asociada a una normalización de la producción de petróleo.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** presentó una caída de 9,8 por ciento en el tercer trimestre de 2021, respecto al mismo periodo de 2019.





Esta disminución se debió, principalmente, a la menor refinación de metales y de petróleo, a la caída en la producción de azúcar y a las menores capturas para harina y aceite de pescado. Con ello, se acumula una contracción del subsector de 0,4 por ciento entre enero y octubre de 2021. Respecto a 2020, en el tercer trimestre del año el subsector cayó 9,0 por ciento.

Se reduce la proyección de crecimiento del subsector a 3,4 por ciento en **2021**, explicado por una menor perspectiva de la producción de conservas y congelados de pescado. Asimismo, se espera un incremento interanual de 4,1 por ciento en **2022** y de 3,5 por ciento en **2023**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** aumentó 4,4 por ciento en el tercer trimestre de 2021 respecto al mismo trimestre de 2019. Este incremento en la actividad se debió a la mayor producción de bienes orientados a la inversión y al consumo interno. Dentro de los primeros, destacaron las variaciones positivas de maquinaria y equipo, productos metálicos y cemento; mientras que, dentro de los segundos, destacó el crecimiento de muebles, bebidas alcohólicas y productos de panadería. En el último trimestre, se espera una recuperación de la producción (5,5 por ciento respecto a 2019), especialmente en los rubros de bienes de consumo, orientados para la inversión e insumos. Respecto a 2020, el subsector creció 14,5 por ciento en el tercer trimestre.

La recuperación de la manufactura no primaria proseguiría en **2021** con un crecimiento de 24,8 por ciento, ubicándose por encima de los niveles previos a la pandemia (4,3 por ciento). Respecto al año previo, se espera un crecimiento de 1,4 por ciento para **2022** y de 3,3 por ciento para **2023**.

- g) La actividad del **sector construcción** en el tercer trimestre de 2021 aumentó 18,3 por ciento respecto al mismo periodo de 2019, debido principalmente a la autoconstrucción y a la continuación de obras públicas y privadas. En términos interanuales, se observó un crecimiento de 23,8 por ciento. Durante este periodo, el consumo interno de cemento, principal indicador de la actividad del sector, aumentó 19,3 por ciento respecto a los niveles de 2019 (16,3 por ciento con respecto a 2020). Se espera una contracción en la actividad del sector en el cuarto trimestre por la caída de la inversión pública en este periodo, con lo que el sector construcción crecería 34,7 por ciento en 2021.

Para **2022**, se estima que la actividad del sector construcción aumente 0,5 por ciento y para **2023**, se prevé un crecimiento de 2,5 por ciento, impulsado por una mayor inversión pública y privada.

- h) La actividad del sector **comercio** en el tercer trimestre de 2021 creció 1,2 por ciento respecto al mismo periodo de 2019, por la mayor actividad del comercio minorista y de venta de vehículos. En términos interanuales, el sector creció 10,1 por ciento, por la paralización del sector en el mismo periodo del año previo. Con ello, se registró una caída de 1,5 por ciento de enero a octubre de 2021 respecto al mismo periodo de 2019 (crecimiento de 21,5 por ciento interanual).

Para **2021**, se espera que el sector crezca 17,5 por ciento, por una mayor demanda interna respecto al año previo. En **2022** y **2023**, se espera que la actividad del sector se incremente 2,4 y 2,5 por ciento, respectivamente.

- i) El sector **servicios** creció 1,5 por ciento en el tercer trimestre de 2021, respecto a similar periodo de 2019. Ello se debió al mayor dinamismo en las ramas de (i) telecomunicaciones (13,8 por ciento), por la mayor necesidad de realizar actividades remotas; (ii) financieros y seguros (21,7 por ciento) por las mayores colocaciones de créditos; y (iii) administración pública (7,2 por ciento). Por otro lado, las actividades más afectadas continúan siendo las relacionadas al sector transporte y almacenamiento (-5,9 por ciento), alojamiento y restaurantes (-24,7 por ciento) y servicios a empresas (-9,9 por ciento), debido a la paralización del sector turismo y al alto grado de interacción entre personas que requieren los sectores. En términos interanuales, se observó un crecimiento de 13,7 por ciento en el mismo periodo. Así, durante los primeros diez meses de 2021 la actividad del sector cayó 0,1 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 (crecimiento de 13,3 por ciento interanual).

Para **2021**, se espera que el sector crezca 11,7 por ciento, impulsado por el mayor dinamismo registrado entre enero y octubre. Se espera que en este año, el sector alcance los niveles prepandemia. Esta proyección toma en cuenta un impacto de la pandemia más prolongado sobre las ramas ligadas al turismo, como transporte, restaurantes y alojamiento, respecto a los demás subsectores. En **2022**, se espera un crecimiento de 3,7 por ciento. Para **2023**, se espera que el sector crezca 2,3 por ciento y que los sectores relacionados al sector turismo alcancen los niveles prepandemia.

PBI gasto

35. El proceso de vacunación se ha dinamizado en los últimos meses, con lo cual se ha logrado inocular con ambas dosis al 66 por ciento de la población objetivo al 30 de noviembre. Asimismo, el 26 de noviembre se inició la aplicación de la tercera dosis de refuerzo para los mayores de 18 años que hayan recibido su segunda dosis hace 5 meses. En este sentido, el Gobierno continuó flexibilizando las medidas de control sanitario para enfrentar la pandemia. La ampliación de los aforos y horarios de atención, la reducción de las horas de toque de queda y la reanudación de actividades de diferentes empresas han favorecido el acceso a un mayor número de bienes y servicios, así como la recuperación del mercado laboral, lo cual ha incidido positivamente sobre el consumo privado.

Contribuyó también a la demanda interna la evolución de la inversión privada, que al tercer trimestre se mantuvo con tasas de crecimiento positivas, así como el avance del gasto público. No obstante, el dinamismo de la demanda interna continuó siendo contrarrestado por la contribución negativa de las exportaciones de servicios –entre las que destaca el turismo receptivo– las cuales aún se mantienen distantes de sus niveles previos a la crisis.

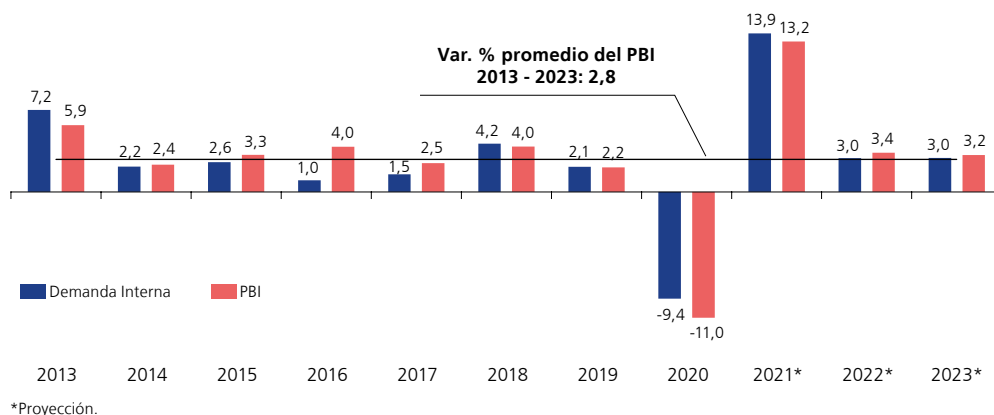
Se espera un ritmo de recuperación de la actividad económica de 13,2 por ciento para 2021, tasa mayor a la prevista en el Reporte anterior (11,9 por ciento). Esto se debe a un resultado mayor al esperado durante el tercer trimestre del año, dada la ejecución más alta del gasto público y privado. Sin embargo, esto sería parcialmente compensado por la desaceleración de la actividad durante el último trimestre del año dadas las menores expectativas empresariales, lo cual se espera que se mantenga durante próximo año.

Para el final del horizonte de proyección se prevé que la actividad continúe ubicándose por encima de su nivel previo a la pandemia, apoyado en la recuperación de la demanda



externa y altos términos de intercambio, en medio de un contexto de estabilidad social y política.

Gráfico 42
DEMANDA INTERNA Y PBI: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



Cuadro 18
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Set.21 respecto a: Ene.-Set.20	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
Demanda interna	-9,4	18,5	2,9	12,5	13,9	3,0	3,0
Consumo privado	-9,8	14,0	0,1	9,2	11,2	4,0	3,5
Consumo público	7,6	18,0	19,2	9,0	10,9	1,5	2,0
Inversión privada	-16,5	54,9	14,3	24,5	36,0	0,0	2,0
Inversión pública	-15,5	70,1	12,5	20,0	21,9	4,5	1,6
Var. de inventarios (contribución)	0,2	-4,2	-2,4	0,0	-2,2	0,0	0,0
Exportaciones	-21,0	18,0	-9,6	11,9	13,3	6,4	7,6
Importaciones	-15,6	22,2	-1,1	14,5	16,3	4,9	6,7
Producto Bruto Interno	-11,0	17,5	0,5	11,9	13,2	3,4	3,2

Nota:
Gasto público 1,1 27,9 17,4 11,6 13,5 2,2 2,2 1,9
Demanda interna sin inventarios -9,4 22,8 5,3 12,2 15,9 2,9 2,9 2,9

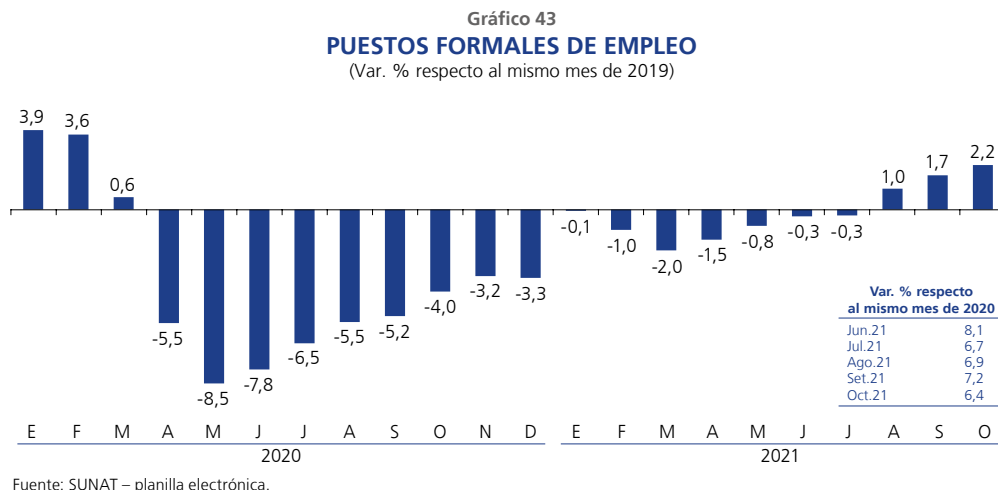
RI: Reporte de Inflación

*Proyección: para 2021 y 2022, las últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual. Para 2023 solo se lista la proyección del presente RI.

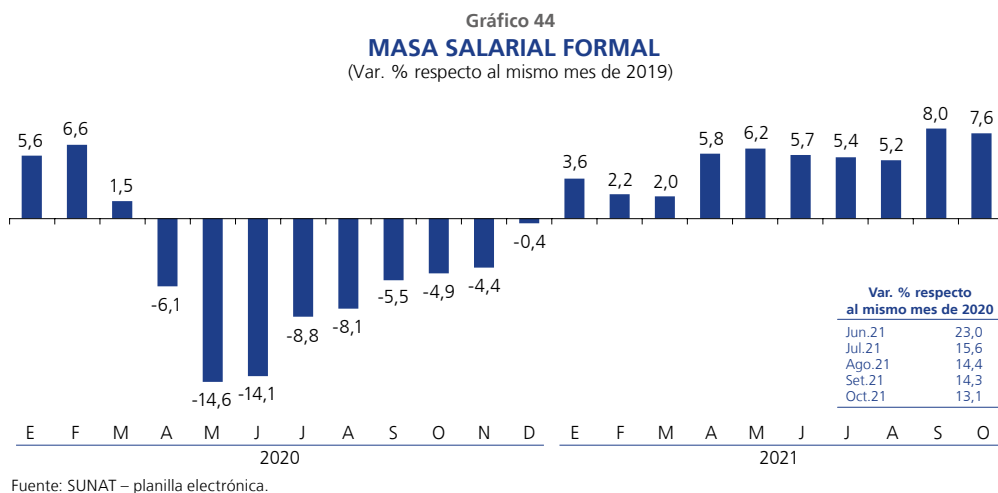
36. Los indicadores del **consumo privado**, específicamente los relacionados al mercado laboral, continuaron recuperándose en setiembre y octubre, explicado por la flexibilización de las medidas sanitarias y al avance de la vacunación. Sin embargo, indicadores como la confianza del consumidor y las importaciones de bienes de consumo duradero se han debilitado en noviembre.

a) Los puestos formales de empleo continuaron recuperándose a medida que se han suavizado las medidas de contención sanitarias para enfrentar la pandemia. En

octubre se incrementaron a una tasa de 2,2 por ciento respecto al mismo mes de 2019, crecimiento mayor al registrado en agosto y setiembre.



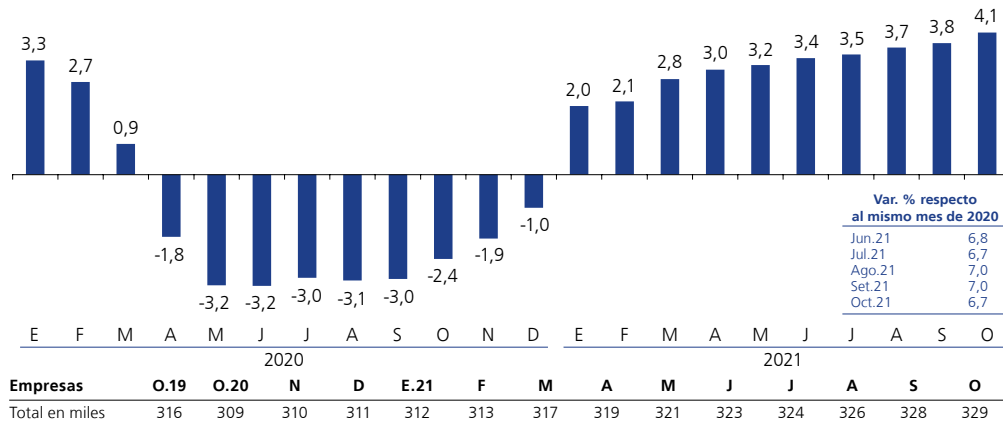
- b) La masa salarial formal se incrementó 7,6 por ciento en octubre respecto al mismo mes de 2019. En lo que va del año, esta variable ha presentado una dinámica favorable con tasas de expansión positivas. Esto se sustenta en el incremento de la remuneración promedio de los trabajadores y en la paulatina recuperación de los puestos de trabajo.



- c) En setiembre, 329 mil empresas del sector privado reportaron información de empleo, con lo cual el número de empresas creció 4,1 por ciento respecto al mismo mes de 2019 (6,7 por ciento interanual). Los mayores incrementos del número de empresas se registraron en los sectores comercio, construcción y minería.



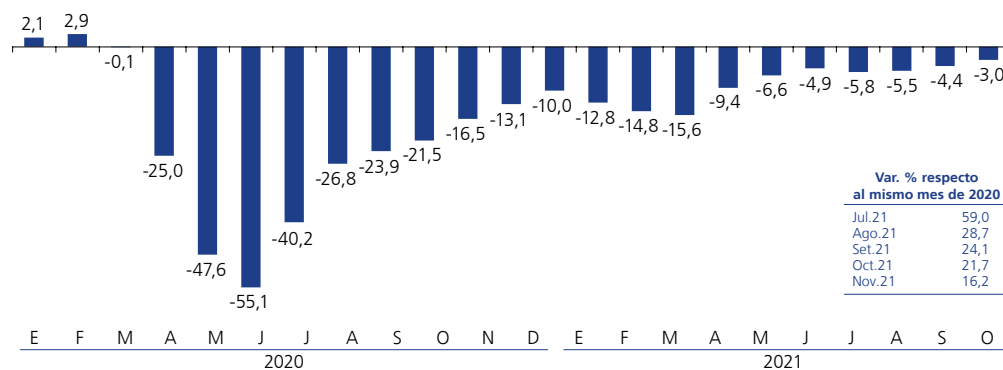
Gráfico 45
EMPRESAS DEL SECTOR PRIVADO QUE REPORTAN EMPLEO FORMAL
 (Var. % respecto al mismo mes de 2019)



Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

- d) La población ocupada de Lima Metropolitana, de acuerdo a la Encuesta Permanente de Empleo, retomó su ritmo de recuperación en los últimos meses, impulsada por la flexibilización de las medidas de restricción sanitaria. Así, en noviembre registró una contracción de 3,0 por ciento respecto al mismo mes de 2019, tasa de contracción menor a las observadas anteriormente. Con ello, a noviembre, 149 mil personas aún se encuentran sin trabajo en comparación a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019.

Gráfico 46
PEA OCUPADA DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
 (Var. % respecto al mismo mes de 2019)

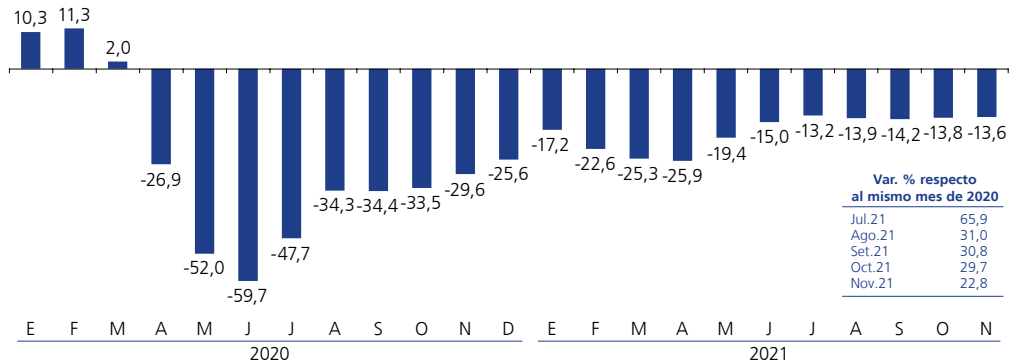


Fuente: INEI.

- e) La menor contracción en la cantidad de trabajadores generó una caída ligeramente menos pronunciada de la masa salarial nominal de Lima Metropolitana, alcanzando

una tasa de -13,6 por ciento en el trimestre móvil a noviembre respecto al mismo periodo de 2019.

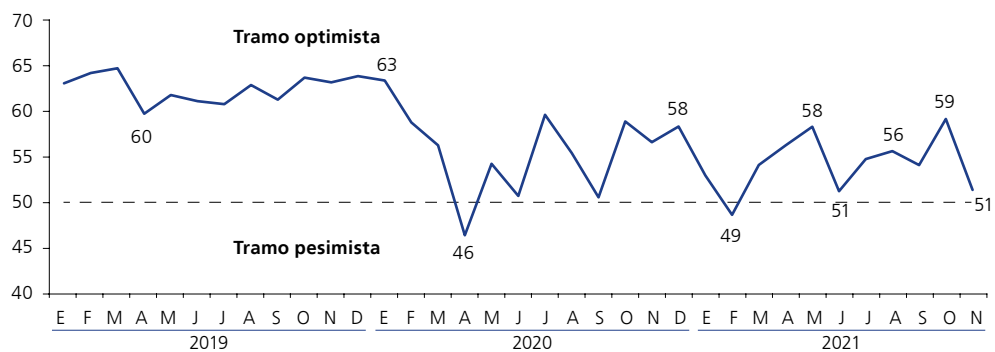
Gráfico 47
MASA SALARIAL DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



Fuente: INEI.

- f) La confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar para los próximos 12 meses, se debilitó fuertemente en el último mes al caer de 59 a 51 puntos.

Gráfico 48
EXPECTATIVA DE SITUACIÓN ECONÓMICA FAMILIAR A 12 MESES
INDICCA, LIMA METROPOLITANA
(Índice de difusión)

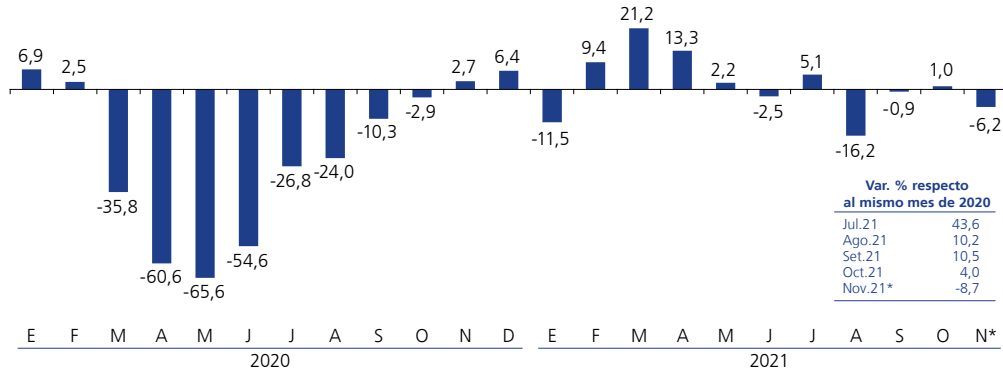


Fuente: Apoyo Consultoría.

- g) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero de octubre creció 1,0 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 y 4,0 por ciento interanual. Sin embargo, habría caído 6,2 por ciento en noviembre respecto a similar periodo de 2019, registrando una contracción interanual de 8,7 por ciento.



Gráfico 49
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
 (Var. % respecto al mismo mes de 2019)

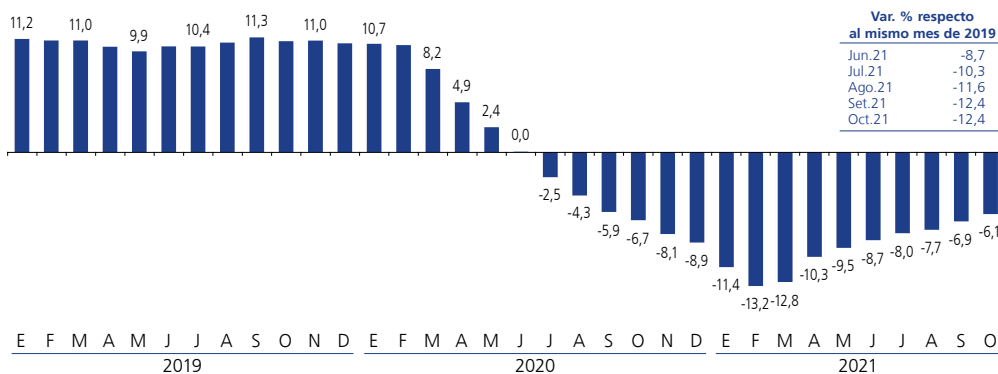


Var. % respecto al mismo mes de 2020	
Jul.21	43,6
Ago.21	10,2
Set.21	10,5
Oct.21	4,0
Nov.21*	-8,7

* Preliminar.
 Fuente: SUNAT – Aduanas.

- h) El crédito de consumo en términos reales observó una menor tasa de contracción y disminuyó 6,1 por ciento interanual en octubre. Esta progresiva reversión se debe a la recuperación de préstamos vehiculares y del uso de tarjetas de crédito.

Gráfico 50
CRÉDITO REAL DE CONSUMO
 (Variación porcentual interanual)



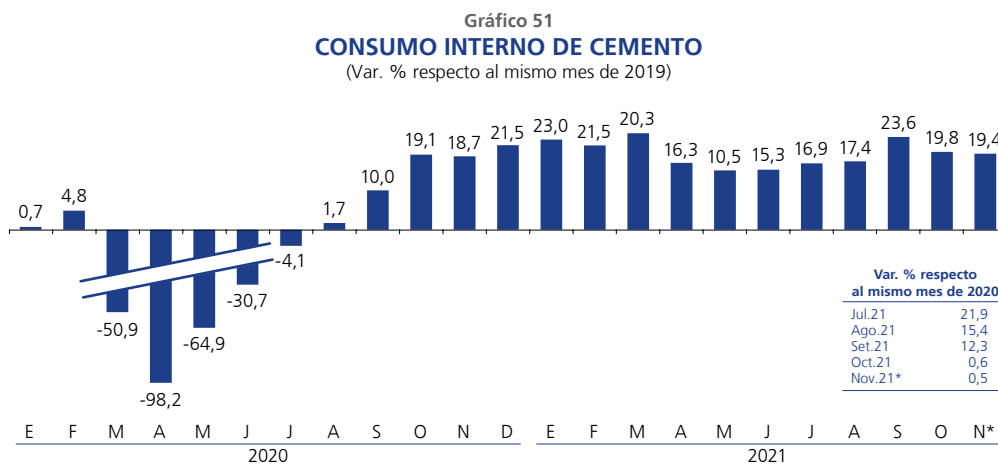
Var. % respecto al mismo mes de 2019	
Jun.21	-8,7
Jul.21	-10,3
Ago.21	-11,6
Set.21	-12,4
Oct.21	-12,4

Fuente: BCRP.

37. El consumo interno de cemento, indicador contemporáneo de la inversión privada, ha desacelerado su crecimiento respecto a 2019. Otras variables contemporáneas, como la importación de bienes de capital, e indicadores líderes, como las expectativas empresariales, se han deteriorado en los últimos meses.

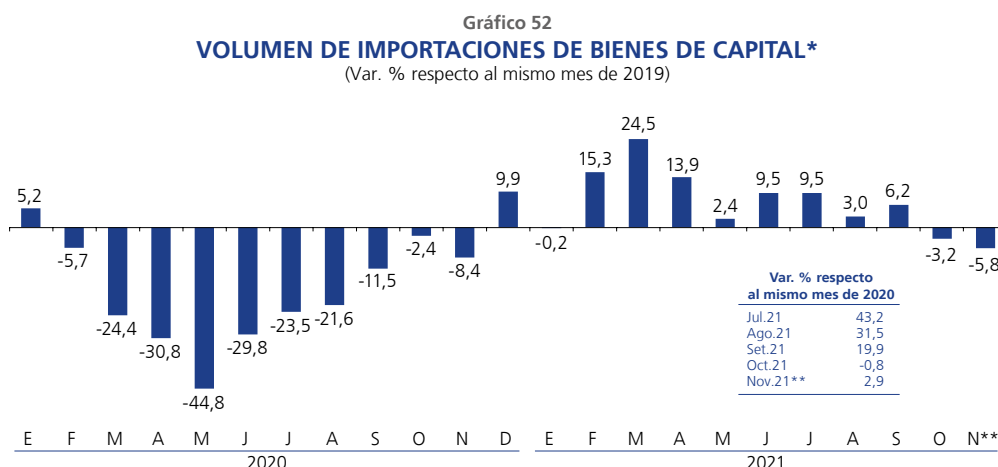
- a) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, continuó creciendo a tasas elevadas en los últimos meses, aunque dicho crecimiento se ha desacelerado en los dos últimos meses. Así, se habría incrementado 19,4 por ciento en noviembre respecto a similar mes de 2019 (0,5 por ciento interanual).

Esto se debe a un dinamismo menos pronunciado de la autoconstrucción y de los proyectos de inversión en ejecución.



* Preliminar.
Fuente: Empresas cementeras.

- b) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, habría caído 5,8 por ciento en noviembre respecto al mismo mes de 2019 (crecimiento de 2,9 por ciento en términos interanuales).



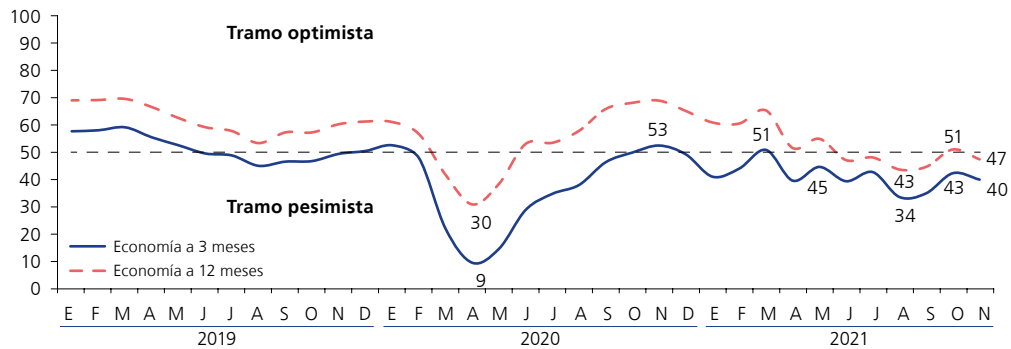
* Excluye materiales de construcción y celulares.
** Preliminar.
Fuente: SUNAT-Aduanas.

- c) Las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía se recuperaron ligeramente durante setiembre y octubre, explicado por una menor turbulencia política. No obstante, en noviembre se deterioraron una vez más debido al



surgimiento de nuevos conflictos políticos. Así, los indicadores a 3 y 12 meses se ubicaron en el tramo pesimista.

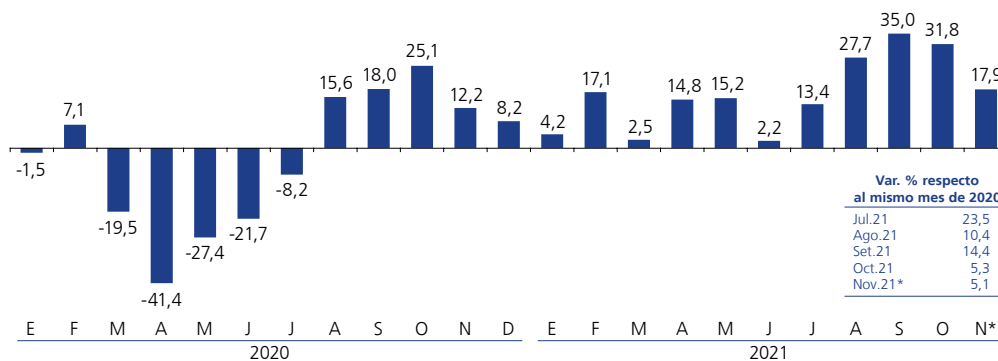
Gráfico 53
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
(Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

38. El volumen de exportaciones no tradicionales ha continuado creciendo a tasas elevadas y se habría incrementado 17,9 por ciento en noviembre respecto al mismo mes de 2019 (5,1 por ciento interanual). Este incremento reflejaría mayores envíos de productos agropecuarios, pesqueros, químicos, textiles y de minería no metálica.

Gráfico 54
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



*Preliminar.
Fuente: SUNAT-Aduanas.

39. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con el dinamismo de la actividad económica durante los tres primeros trimestres del año y las fluctuaciones del escenario político. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los analistas económicos y el sistema financiero proyectan una recuperación de entre 11,4 y 12,7 por ciento para el presente año, rango mayor al previsto en el Reporte pasado. Para los dos siguientes años esperan un crecimiento estable de entre 2,3 y 3,0 por ciento para 2022 y de entre 2,7 y 2,8 por ciento para 2023.

Cuadro 19
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales)

	RI Dic.20	RI Set.21	RI Dic.21*
Sistema Financiero			
2021	9,0	9,0	11,4
2022	4,0	3,0	2,3
2023	-	-	2,7
Analistas Económicos			
2021	9,0	9,0	12,7
2022	4,5	3,6	3,0
2023	-	-	2,8
Empresas No Financieras			
2021	4,0	6,0	8,5
2022	4,0	4,0	3,1
2023	-	-	3,2

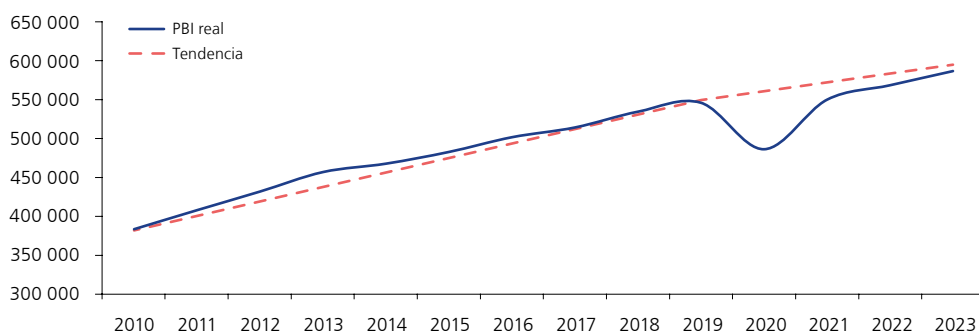
* Encuesta realizada al 30 de noviembre.
 Fuente: BCRP.

40. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque de COVID-19, se estima en -3,9 por ciento para 2021, recuperándose parcialmente respecto al año anterior (-13,3 por ciento).

Por su parte, la brecha de demanda se define como la diferencia entre el PBI y el producto potencial. Esta brecha mide las presiones inflacionarias de demanda sobre el nivel de actividad, debido a que el PBI potencial caracteriza la capacidad productiva de corto y mediano plazo de la economía a lo largo del ciclo económico. Se estima una brecha negativa de demanda de 0,6 por ciento en 2021, con un cierre de la brecha hacia el final del horizonte de proyección, una vez se normalicen los hábitos de gasto de la economía y las condiciones del mercado laboral.

Adicionalmente, el Recuadro 3 analiza el estado actual de educación básica en el país a lo largo de la pandemia y sus impactos potenciales en el corto y largo plazo. Además, el Recuadro 4 presenta diferentes perspectivas del efecto de la pandemia sobre los factores estructurales de la economía y sus implicancias de largo plazo.

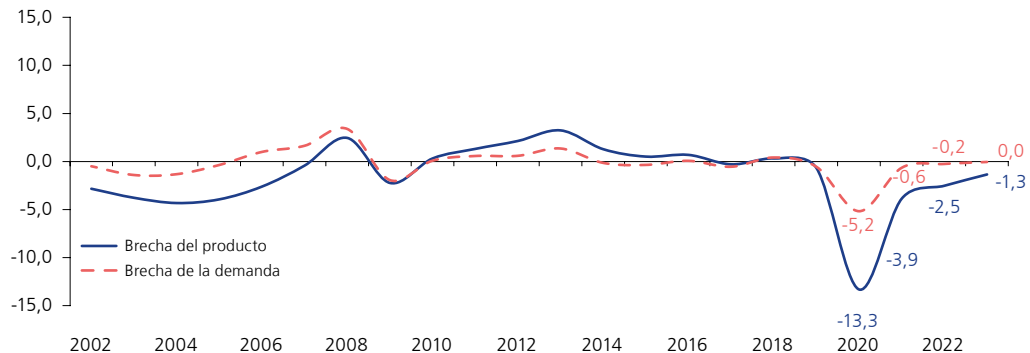
Gráfico 55
PBI REAL Y TENDENCIA*
 (Millones de soles de 2007)



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



Gráfico 56
BRECHA DE PRODUCTO Y DEMANDA*
(En porcentaje del PBI tendencial y potencial, respectivamente)



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

41. El **consumo privado** de los tres primeros trimestres de 2021 registró una tasa de crecimiento de 0,1 por ciento respecto a similar periodo de 2019 (14,0 por ciento interanual). El resultado se explica por la aceleración de la dinámica de las ventas debido a la ampliación del aforo de negocios y de los horarios de atención, por la mayor disposición de los consumidores a acudir a establecimientos tras el avance del proceso de vacunación, y por el efecto positivo de los estímulos del Gobierno.

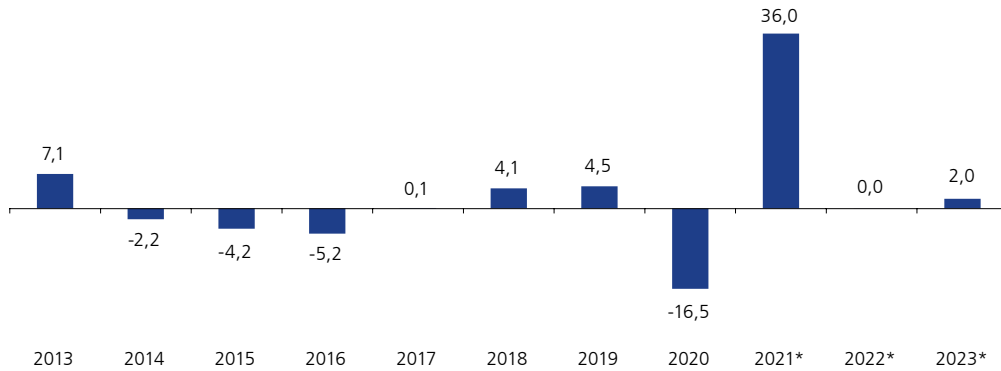
En este sentido, el Gobierno ha otorgado nuevos subsidios a los hogares. El 13 de setiembre se inició el pago del bono Yanapay de S/ 350, transferencia destinada a personas en situación de pobreza o vulnerabilidad, así como a los usuarios de los programas sociales Juntos, Pensión 65 o Contigo. Adicionalmente, en noviembre empezó la entrega de un bono de S/ 210 soles a los trabajadores formales de los sectores privado y público, cuyos ingresos mensuales sean menores a S/ 2 000. Estos estímulos continuarían impulsando el gasto de los hogares durante el último trimestre del año, con lo cual el consumo privado promediara un crecimiento de 11,2 interanual en 2021.

Para el próximo año se espera que las familias continúen retomando sus hábitos de gasto previos a la pandemia, a medida que avance el proceso de vacunación y se levanten las restricciones sanitarias vigentes, así como por las mejores condiciones del mercado laboral. Con ello, se estima una expansión del consumo privado de 4,0 por ciento en 2022. Para 2023 se prevé un crecimiento de 3,5 por ciento, en un contexto de altos términos de intercambio, normalización total de la actividad económica, y de recuperación del empleo y de los ingresos de las familias.

42. La **inversión privada** creció 14,3 por ciento en el periodo comprendido entre enero y setiembre de 2021 respecto a similar periodo de 2019 (54,9 por ciento interanual), explicado principalmente por el dinamismo de la autoconstrucción, mejoramiento de viviendas y ventas de nuevas viviendas, así como por la mayor ejecución de grandes proyectos de infraestructura. Se espera que las menores expectativas empresariales desaceleren la inversión privada durante el último trimestre del año, efecto que se mantendría a lo largo de 2022. Asimismo, se prevé que la inversión minera continúe acercándose gradualmente a sus niveles previos a la pandemia. Con ello, la inversión privada crecería 36,0 por ciento interanual (24,5 por ciento en el Reporte previo), y, al igual que en el Reporte anterior, se prevé un crecimiento nulo para 2022.

La inversión de 2023 crecería 2,0 por ciento en un contexto político y social favorable. La proyección de este último año considera una caída del componente minero, puesto que grandes proyectos como Quellaveco y Toromocho culminan sus desembolsos en 2022.

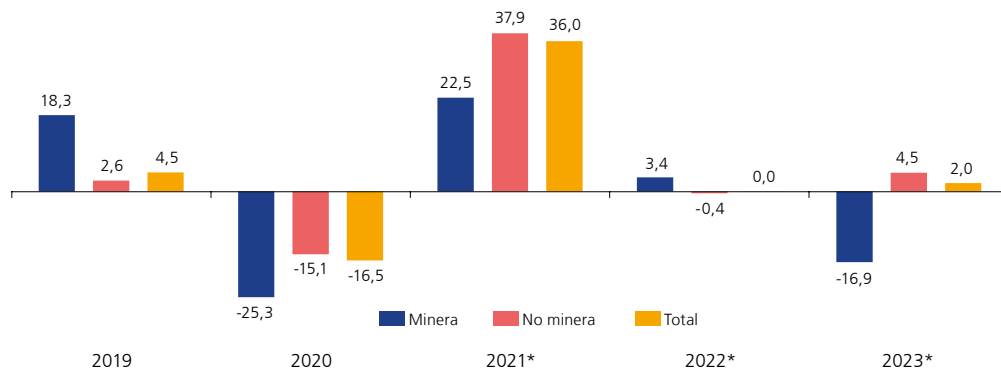
Gráfico 57
INVERSIÓN PRIVADA: 2013 - 2023*
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.

- a. En el **sector minero**, las inversiones de enero a octubre de 2021 totalizaron US\$ 3 974 millones, principalmente atribuido a las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 006 millones), Antamina (US\$ 343 millones) y Southern Perú Copper Corporation (US\$ 266 millones). En la primera mitad de 2021 culminó la construcción del proyecto Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones de inversión total). La proyección para el periodo 2021-2023 considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,5 mil millones de inversión total) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones) en 2022. Adicionalmente, se espera que proyectos como Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones) y San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) inicien su construcción en 2022 y Corani (US\$ 0,6 mil millones) en 2023.

Gráfico 58
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



* Proyección.





- b. En **infraestructura**, continuó el avance en la construcción de los principales proyectos. Destaca la Línea 2 del Metro de Lima, que a octubre presenta un avance de 40 por ciento según OSITRAN y se espera que la primera etapa (Evitamiento, Óvalo Santa Anita, Colectora Industrial, Hermilio Valdizán y Mercado Santa Anita) entre en funcionamiento a inicios de 2022. En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, a mediados de diciembre iniciaría la construcción del nuevo terminal de pasajeros y la nueva torre de control presenta un avance físico de 70 por ciento, lo que permitirá que entre en operaciones a inicios de 2023.

Respecto al Terminal Portuario Marcona, la empresa Shougang presentó en febrero la Modificación del Estudio de Impacto Ambiental (MEIA) del proyecto ante SENACE y espera que el proyecto culmine a finales de 2022. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, se tiene un avance de 47 por ciento y se ha llegado a un acuerdo para mejorar el diseño de las siguientes fases donde ahora se demandará US\$ 1 095 millones; se espera que en diciembre el Gobierno autorice el cambio contractual. Por otro lado, DP World señala que el proyecto Muelle Bicentenario inició las obras de construcción, comenzando con las labores de dragado. Se cuenta con un plazo de 730 días y se estima que operará desde el primer trimestre de 2024.

Cuadro 20
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2021-2022

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Chinalco	Ampliación de Mina Toromocho
	Yanacocha	Yanacocha Sulfuros
	Bear Creek	Corani
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Surtigas	Masificación del gas natural Piura
ELECTRICIDAD	ISA Perú	Enlace 500 kV Mantaro - Carapongo
	CSF Continua Misti	Planta solar en Arequipa
	Engie	Central eólica Punta Lomitas
INDUSTRIA	Yura	Proyecto de mejoras en fabricación de cemento
	Cementos Interoceánicos	Planta de cemento y cal
INFRAESTRUCTURA	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario Marcona
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	DP World Callao	Ampliación Muelle Sur
	Consortio Transportadora Salaverry	Puerto Salaverry
	Covi Perú	Red Vial Pucusana - Ica

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Para el periodo 2021-2023, **Proinversión** reporta una cartera de casi US\$ 8,3 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.

Cuadro 21
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2021-2023
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	8 292
Anillo Vial Periférico	1 965
Enlace 500 kV Huánuco –Tocache – Celendín – Trujillo y Enlace 500 kV Celendín – Piura	788
Parque Industrial de Ancón	750
Longitudinal de la sierra tramo 4	704
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	480
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	289
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	244
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	177
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	161
Essalud Piura	159
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	148
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Essalud Chimbote	121
Hospital Militar Central	115
Enlace 220 kV Ica – Poroma e Instalación de Trasnmisión de Conexión Enlace 220 kV Cadlic – Jaén Norte	107
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	95
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chinchá	93
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	75
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	66
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	56
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Ciudad de Cajamarca	55
Reforzamiento de Colegios de Cusco	44
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Desaladora Ilo	37
Enlace Reque Nueva Carhuaquero y Subestación Tumbes	37
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Saneamiento rural Loreto	28
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Cerro San Cristóbal	15
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Piura Nueva – Colán	*
Enlace 500 kV San José-Yarabamba	*
Subestación Lambayeque Norte 220 kV con seccionamiento de la LT 220 kV Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Belaúnde Terry – Tarapoto Norte	*
Subestación Piura Este 100 MVA 220/60/23 kV	*
Desaladora Lambayeque	*

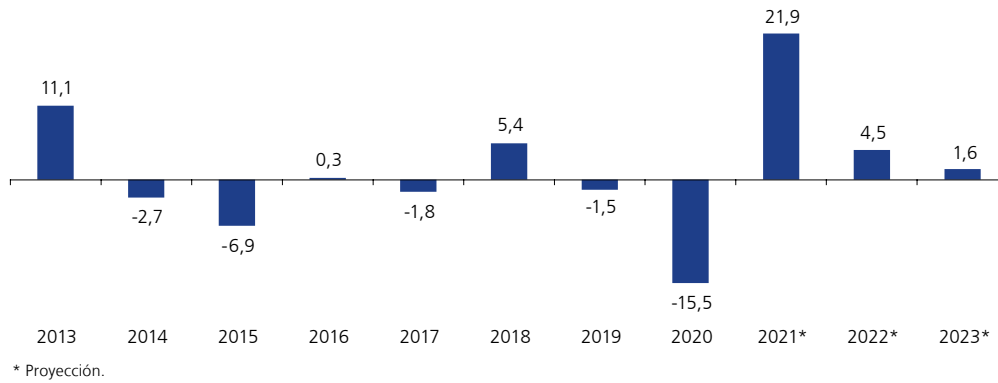
* No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.
Fuente: Proinversión.

43. La **inversión pública** aumentó 12,5 por ciento en los tres primeros trimestres de 2021 respecto a similar periodo de 2019 y 70,1 por ciento interanual. Los mayores desembolsos fueron destinados a la ejecución de obras de transporte, educación, saneamiento, actividades agropecuarias, y salud, incluyendo proyectos de reconstrucción (especialmente bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con Reino Unido) y del Plan Nacional de Infraestructura. Para 2021 se espera un crecimiento anual de 21,9 por ciento.

Se proyecta que la inversión pública de 2022 y 2023 crezca 4,5 y 1,6 por ciento, respectivamente, como resultado del mayor gasto en obras de reconstrucción, bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido, Proyectos Especiales de Inversión Pública y los proyectos en el marco del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad (PNIC).

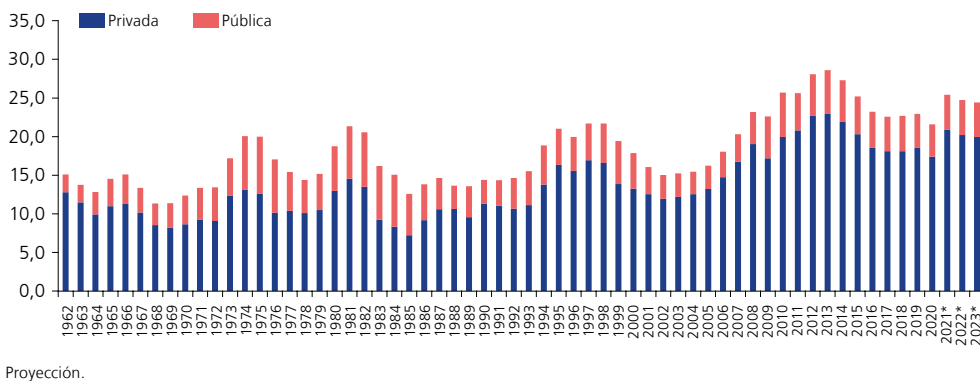


Gráfico 59
INVERSIÓN PÚBLICA: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



44. La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, aumentaría 1,5 puntos porcentuales entre 2019 y 2023, ubicándose en 24,4 por ciento del producto. Para que la inversión continúe creciendo en los siguientes años se requiere recuperar la confianza de los inversionistas y mantener la estabilidad económica, así como aplicar reformas orientadas a incrementar la productividad de la economía.

Gráfico 60
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2023
(Porcentaje del PBI real)



45. Se proyecta que el ahorro interno se reduzca ligeramente, de 20,1 por ciento del PBI en 2020 a 19,5 por ciento en 2021, debido a que la caída del ahorro privado superaría la recuperación del ahorro público. El ahorro público aumentaría en 6,1 puntos porcentuales del PBI entre 2020 y 2021, explicado por el menor uso de recursos del Estado para enfrentar la pandemia y por la recuperación de los ingresos recaudados ante la reactivación de la economía. Por su parte, el ahorro del sector privado disminuiría a 17,9 por ciento del producto como resultado del mayor crecimiento del consumo y el paulatino retorno de los hábitos de gasto a los observados previo a la pandemia. Así, la brecha externa pasaría de 0,6 por ciento del producto (ahorro externo) a -1,9 por ciento del PBI (financiamiento del exterior).

Tras la normalización del escenario sanitario a nivel global, se observaría una desaceleración de la inversión bruta interna en 2022, como consecuencia de la menor confianza de los agentes económicos sobre el futuro de la economía, con lo cual se reduciría la brecha externa a -1,3 puntos porcentuales del PBI. En un entorno de estabilidad económica, se espera que el financiamiento externo se ubique en 0,8 puntos porcentuales del PBI en 2023 como consecuencia del incremento del ahorro público.

Cuadro 22
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(% del PBI nominal)

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Set.	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
1 Inversión Bruta Interna 1/	19,4	21,4	21,1	21,4	20,3	20,9	20,8
2 Ahorro Interno	20,1	19,1	19,3	19,5	20,5	19,5	19,9
Brecha Externa (=2-1)	0,6	-2,4	-1,7	-1,9	0,2	-1,3	-0,8
1.1 Inversión Bruta Interna Privada 1/	15,1	17,2	16,6	16,8	15,9	16,2	16,2
1.2 Ahorro Privado	24,7	15,7	18,8	17,9	19,4	17,6	17,8
Brecha Privada (=1.2-1.1)	9,5	-1,5	2,2	1,1	3,5	1,4	1,5
2.1 Inversión Pública	4,3	4,2	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5
2.2 Ahorro Público	-4,6	3,3	0,5	1,5	1,1	1,9	2,2
Brecha Pública (=2.2-2.1)	-8,9	-0,9	-4,0	-3,1	-3,4	-2,8	-2,4

RI: Reporte de Inflación

*Proyección: para 2021 y 2022, las últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual. Para 2023 solo se lista la proyección del presente RI.

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP



Recuadro 2 GOBERNANZA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Este Recuadro describe la relación entre la arquitectura de gobernanza en los países y la estabilidad macroeconómica, elemento fundamental para el crecimiento económico y el aumento del bienestar de los ciudadanos. La gobernanza es el proceso mediante el cual los actores, estatales y no estatales, interactúan para diseñar y aplicar políticas, dentro de un conjunto dado de reglas formales e informales que dan forma y son moldeadas por el poder (Banco Mundial, 2017)³. En tal sentido, la gobernanza es un concepto mucho más amplio que la gobernabilidad. Este último concepto se refiere a la capacidad para dirigir una sociedad, para lo cual se requiere un orden y facultades del gobierno. En cambio, la gobernanza requiere organización y complementariedad del sector público y del sector privado, mediante normas y actores que se coordinan para producir buenas políticas y bienes públicos.

Para medir la calidad de la gobernanza, el Banco Mundial elabora indicadores clasificados en 6 dimensiones: (i) voz y rendición de cuentas⁴; (ii) estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo⁵; (iii) efectividad gubernamental⁶; (iv) calidad regulatoria⁷; (v) Estado de Derecho⁸; y (vi) control de la corrupción⁹.

POSICIÓN RELATIVA EN EL RANKING INDICADORES DE GOBERNANZA MUNDIAL, 2020

(Percentil, 0 peor, 100 mejor)

País	Voz y rendición de cuentas	Estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo	Efectividad gubernamental	Calidad regulatoria	Estado de Derecho	Control de la corrupción
Argentina	66	49	43	32	46	50
Brasil	57	32	37	46	55	44
Chile	81	49	81	82	87	84
Colombia	53	22	55	63	46	48
México	45	18	46	55	36	22
Perú	55	39	42	70	50	34

Nota: Un percentil es el valor que divide un grupo ordenado de datos estadísticos de forma que un conjunto de tales datos es inferior a dicho valor. Por ejemplo, en el año 2020, Perú se ubicó en el percentil 39 en la dimensión Estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo, lo que significa que está en una mejor situación en dicha dimensión que 39 por ciento de los países considerados en el estudio.

Fuente: Indicadores de Gobernanza Mundial, Banco Mundial.

Una mejor calidad de gobernanza está asociada a mayores niveles de ingreso per cápita. Las dimensiones que presentan una mayor correlación positiva con el ingreso per cápita (superior a 0,7) son la efectividad gubernamental, calidad regulatoria, Estado de Derecho y control de la corrupción. Estas dimensiones también están interrelacionadas entre sí, lo cual sugiere la necesidad de avanzar conjuntamente en

- World Bank Group (2017). Governance and the law. World Development Report.
- Considera la percepción sobre el grado en que los ciudadanos de un país pueden participar en elección de gobernantes, así como la libertad de expresión y la libertad de asociación.
- Comprende la percepción sobre la probabilidad de que el gobierno sea desestabilizado o derrocado por medios inconstitucionales o violentos, incluida la violencia por motivos políticos y terrorismo.
- Comprende la percepción de la calidad de los servicios públicos, la calidad del servicio civil y el grado de independencia de presiones políticas, la calidad de la formulación e implementación de políticas públicas y la credibilidad del compromiso del gobierno con tales políticas.
- Comprende la percepción de la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones sólidas que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado.
- Considera la percepción del grado en que los agentes tienen confianza y acatan las reglas de la sociedad y, en particular, la calidad del cumplimiento de contratos, los derechos de propiedad, la calidad de la policía y los tribunales, así como la incidencia de los delitos y la violencia.
- Considera la percepción sobre el grado en que el poder público se ejerce para beneficio privado, incluidas las pequeñas y grandes formas de corrupción, así como la "captura" del Estado por parte de élites e intereses privados.

mejoras en múltiples áreas. Por ejemplo, la efectividad gubernamental tiene una correlación alta con la calidad regulatoria, el Estado de Derecho y el control de la corrupción, todos factores importantes en el diseño e implementación de las políticas públicas.

CORRELACIONES: PBI PER CÁPITA Y DIMENSIONES DE GOBERNANZA, PROMEDIO 2016-2020 1/

	PBI per cápita por PPA	Voz y rendición de cuentas	Estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo	Efectividad gubernamental	Calidad regulatoria	Estado de Derecho	Control de la corrupción
PBI per cápita por PPA	1,00						
Voz y rendición de cuentas	0,46	1,00					
Estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo	0,55	0,69	1,00				
Efectividad gubernamental	0,81	0,69	0,70	1,00			
Calidad regulatoria	0,80	0,73	0,67	0,95	1,00		
Estado de Derecho	0,77	0,77	0,75	0,94	0,92	1,00	
Control de la corrupción	0,74	0,77	0,75	0,91	0,88	0,95	1,00

1/ Muestra de 173 países.

Nota: PBI per cápita por Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) en dólares a precios internacionales constantes de 2011.

Fuente: Indicadores de Gobernanza Mundial y Programa de Comparación Internacional (PBI per cápita, PPA) – Banco Mundial.

Elaboración: BCRP.

La calidad de la gobernanza también propicia la reducción de la pobreza. Según un estudio del Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (2016)¹⁰ se encuentra una relación fuerte y estadísticamente significativa entre la reducción de la pobreza rural y algunos indicadores de calidad de gobernanza, como voz y rendición de cuentas, Estado de Derecho, efectividad gubernamental, control de la corrupción y estabilidad política.

En particular, la estabilidad política favorece el crecimiento económico de largo plazo, y con ello, la calidad de vida de la población. Los mecanismos son diversos. El canal más directo es que la estabilidad política y la estabilidad de las reglas de juego generan confianza y reducen la incertidumbre, lo cual se refleja en las expectativas de los agentes (Montes y Nogueira, 2021)¹¹. El rol de las expectativas económicas es fundamental porque influye en las decisiones de consumo e inversión de los hogares y las empresas. Por ejemplo, en Perú hay evidencia de una correlación positiva entre los indicadores de confianza empresarial y la tasa de crecimiento del producto, así como de la inversión privada¹². Se estima que, por cada incremento de 1 por ciento en el componente cíclico del índice de confianza empresarial, la inversión privada aumentaría en cerca de 0,57 por ciento durante el primer año y convergería a 0,76 por ciento hacia finales del segundo año. De este modo, la estabilidad contribuye a la inversión y a la formación de capital físico, elevando el crecimiento potencial de la economía. A su vez, también puede contribuir positivamente a la acumulación de capital humano, en tanto la estabilidad aumenta los incentivos de las personas a invertir en su educación, al elevar la productividad del trabajo, en contraposición a una coyuntura de inestabilidad.

En escenarios de incertidumbre política o presencia de violencia/terrorismo, la productividad agregada disminuye. Aisen y Veiga (2013)¹³ encuentran que la falta de estabilidad política puede reducir el progreso tecnológico, al contraer las actividades de investigación y desarrollo por parte de los agentes privados. La

10 International Fund for Agricultural Development (2016). Rural Development Report 2016: Fostering inclusive rural transformation.

11 Montes, G. C., & Nogueira, F. D. S. L. (2021). Effects of economic policy uncertainty and political uncertainty on business confidence and investment. *Journal of Economic Studies*.

12 Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Reporte de Inflación de diciembre 2016.

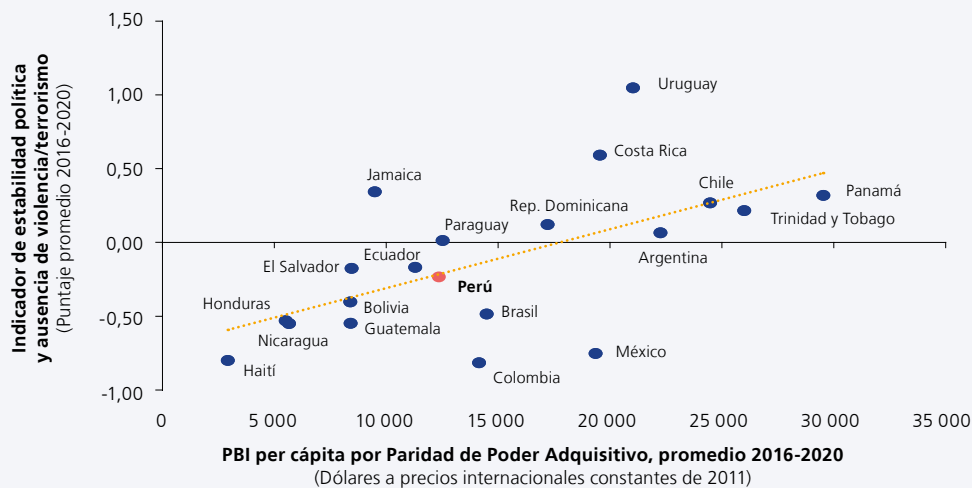
13 Aisen, A., & Veiga, F. J. (2013). How does political instability affect economic growth? *European Journal of Political Economy*, 29, 151-167.



incertidumbre no solo afecta al crecimiento de la inversión privada, sino también a la forma de asignar los recursos en la economía, porque se utilizan recursos para protegerse de los riesgos generados por la inestabilidad. En casos extremos, la combinación de violencia o disturbios producto de la inestabilidad política afectan las actividades económicas, y pueden generar la pérdida de capacidad productiva y a su vez generar una mayor incertidumbre, formando un círculo vicioso. Además, la inestabilidad política también podría generar mayores tasas de inflación. Según Aisen y Veiga (2005)¹⁴, la relación entre inflación e inestabilidad política se acentúa más en los países en desarrollo y, sobre todo, en los de alta inflación (aquellos por encima del 50 por ciento), en comparación con los países desarrollados y de baja inflación.

En América Latina y el Caribe se observa una correlación positiva de 0,6 entre el ingreso per cápita y el indicador de estabilidad política y ausencia de violencia (correlación superior al valor de 0,55 que se observa en el total de 173 países). Este último indicador captura la percepción sobre la probabilidad de que el gobierno sea desestabilizado o derrocado por medios inconstitucionales o violentos, incluida la violencia por motivos políticos y terrorismo. De acuerdo a este indicador, Perú se ubica en el percentil 39 (según el promedio del periodo 2016-2020), por debajo de países como Argentina (49), Chile (56) y Uruguay (88).

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PBI PER CÁPITA POR PPA E INDICADOR DE ESTABILIDAD POLÍTICA Y AUSENCIA DE VIOLENCIA/TERRORISMO



Nota: El puntaje del indicador de estabilidad política y ausencia de violencia varía de aproximadamente -2,5 (débil) a 2,5 (fuerte).
Fuente: Banco Mundial.

La estabilidad y la calidad de las reglas de juego también son importantes para fortalecer la gobernanza, de manera que el sector público y el sector privado alcancen resultados beneficiosos para toda la sociedad. Entre los años 2011 y 2020, el indicador de estabilidad política de Perú pasó del percentil 22 a 39, respectivamente; mientras que, el indicador de Estado de Derecho registró una mejora solo entre 2011 y 2016, año a partir del cual se mantiene aproximadamente una similar posición relativa. Sin embargo, otros indicadores permiten apreciar una mayor variabilidad en los actores responsables de establecer y modificar las reglas de juego en el país. Por ejemplo, en Perú, el tiempo promedio de permanencia de un presidente del Consejo de Ministros se ha reducido en los últimos años. El tiempo promedio de permanencia de un *premier* pasó de 12 meses entre 2001 y 2011 a 9 meses en el quinquenio siguiente y a solo 6 meses durante 2016-2021, que incluyó a 4 presidentes distintos. En las últimas 2 décadas -excluyendo al actual gobierno- el país ha tenido

14 Aisen y Veiga (2005). Does Political Instability Lead to Higher Inflation? A panel Data Analysis. IMF Working Paper 05/49.

27 presidentes del Consejo de Ministros; de los cuales solo 6 (22 por ciento) permanecieron más de un año en su cargo. De esos 6, solo 1 formó parte del último periodo presidencial (2016-2021).

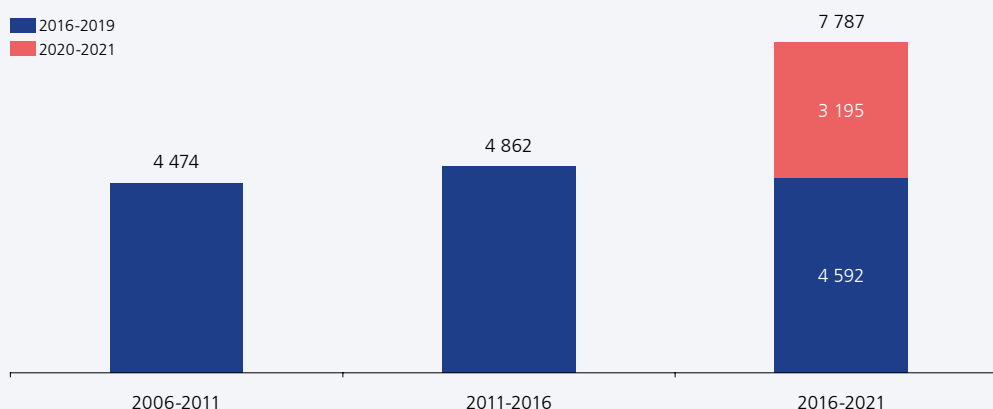
ESTADÍSTICAS SOBRE LOS PRESIDENTES DEL CONSEJO DE MINISTROS EN PERÚ

Quinquenio	Número de Presidentes del Consejo de Ministros	Tiempo promedio en el cargo				Presidentes del Consejo de Ministros que permanecieron más de 1 año
		Días	Semanas	Meses	Años	
2001-2006	5	364	52	12	1,0	1
2006-2011	5	364	52	12	1,0	2
2011-2016	7	261	37	9	0,7	2
2016-2021	10	182	26	6	0,5	1
2021-2026 1/	1	69	10	2	0,2	0

1/ Información a noviembre de 2021. Solo incluye presidentes del Consejo de Ministros que dejaron el cargo. Elaboración propia.

La calidad de las reglas de juego también es importante, más que su cantidad, como indica Pérez (2020)¹⁵. Si bien por un lado la percepción de calidad regulatoria para Perú, según el Banco Mundial, mejoró ligeramente en la última década (Perú pasó del percentil 67 al 70 entre 2011 y 2020), por otro lado el número de proyectos de ley presentados en el Congreso pasó de 4 474 en el periodo legislativo 2006-2011 a 4 862 en el periodo 2011-2016, y a 4 592 en el periodo 2016-2019. Por su parte, en el último periodo legislativo (2020-2021) se presentaron 3 195 proyectos de ley. Esto implica que entre 2016 y 2021 se presentaron entre 1,6 y 1,7 veces más proyectos de ley que en los periodos legislativos anteriores.

NÚMERO DE PROYECTOS DE LEY POR PERIODO LEGISLATIVO



Fuente: Servicio Qualls de Apoyo Consultoría.

Por lo tanto, es fundamental la mejora de la gobernanza en el país, acompañada de sinergias y mecanismos de diálogo y cooperación entre el sector público y privado. Un avance en la calidad de la gobernanza en todas sus dimensiones, y en particular, de la estabilidad política, es relevante y tiene espacio de mejora en el Perú. Ambas se requieren para propiciar predictibilidad y preservar la estabilidad macroeconómica, pilares fundamentales para impulsar la inversión y el crecimiento económico que coadyuven a un mejor bienestar de la población.

15 Pérez Bourbon, H. (2020). Calidad legislativa: un estudio sobre la posibilidad de aplicar normas, criterios y herramientas de gestión de la calidad en la función legislativa de un parlamento. Fundación Konrad Adenauer.



Recuadro 3 PERSPECTIVAS SOBRE LA EDUCACIÓN BÁSICA EN PERÚ, 2020 - 2021

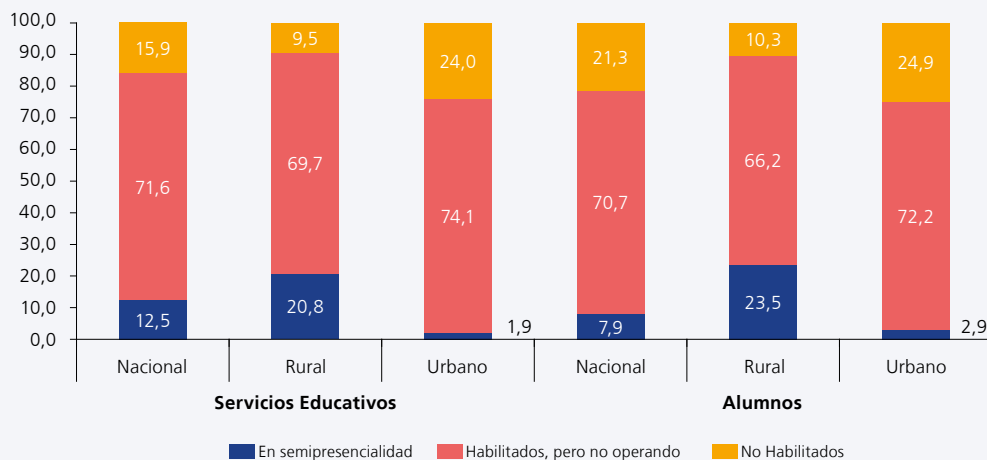
Se examina el estado de la educación básica en el país durante la pandemia y los probables impactos de corto y largo plazo, considerando la vinculación del capital humano con la productividad y el producto tendencial. Además, se discute los retos que enfrenta el sector para la recuperación de los logros de aprendizaje.

Impacto de la pandemia en la educación básica

Durante el actual contexto de pandemia, Perú se ubica entre los países con la mayor duración de cierre de escuelas en el mundo y con menor avance en su reapertura. En particular, a octubre de 2021 se contaban 66 semanas en las que las escuelas han estado parcial o totalmente cerradas, por encima de una mediana mundial de alrededor de 33 semanas.¹⁶

Similarmente, cerca al cierre del año escolar 2021, solo una fracción pequeña de los servicios de educación básica vienen operando de forma semipresencial. Así, a pesar de que el 84 por ciento de los servicios educativos (94 mil de 112 mil) se encontraba habilitado para prestar servicios en esta modalidad, solo un 12,5 por ciento (13 924) lo venía haciendo a la quincena de noviembre. Esto beneficiaba a solo 8 de cada 100 alumnos de educación básica (660 mil de la matrícula total de 8,3 millones). En el ámbito urbano, la prestación de servicios semipresenciales es minúscula, ya que menos del 3 por ciento de estudiantes se encontraba bajo esta modalidad. Para contextualizar la cifra, Perú se encuentra en último lugar entre sus pares sudamericanos respecto a educación presencial. Bolivia, Chile, Colombia, Uruguay y Venezuela ya tendrían a más de la mitad de su matrícula asistiendo a las escuelas.

PERÚ: DISTRIBUCIÓN DE SERVICIOS EDUCATIVOS Y ALUMNOS, SEGÚN SU ESTADO AL 15 DE NOVIEMBRE DE 2021
(En porcentajes)



Fuente: Minedu – Portal Sigamos Aprendiendo. La información es al cierre del 15 de noviembre.
Elaboración: BCRP.

El cierre prolongado de escuelas perjudica los logros de aprendizaje de los estudiantes de educación básica. El siguiente cuadro resume algunas investigaciones sobre cómo la interrupción en la enseñanza

16 Este dato se calcula con la información de la UNESCO sobre el cierre de escuelas. La UNESCO reporta información para 210 países (incluye países soberanos y territorios dependientes).

presencial ha mermado los aprendizajes.¹⁷ Este problema no solo es alarmante intrínsecamente (una generación de jóvenes enfrentará limitaciones al desarrollo de su potencial individual y colectivo), sino también por el costo sobre el desarrollo de largo plazo. La acumulación de conocimientos y habilidades es una fuente de crecimiento económico de largo plazo. Así, Fuchs-Schündeln et al (2020)¹⁸ estiman que tan solo 6 meses menos de escuela en el contexto del COVID-19 llevarían a una pérdida de ingresos permanentes de alrededor de 1,0 por ciento en el largo plazo. Similarmente, considerando la mayor incidencia sobre estudiantes de bajos ingresos, Neidhöfer et al (2021)¹⁹ estiman que el choque de capital humano en América Latina tendría un impacto negativo sobre la movilidad intergeneracional en el largo plazo, siendo Perú uno de los países más afectados.

EVIDENCIA SOBRE EL IMPACTO DE CIERRE DE ESCUELAS EN LOGROS DE APRENDIZAJE DURANTE LA PANDEMIA POR EL COVID-19

Autores	Descripción del estudio	Hallazgos principales
Engzell et al (2021) 1/	<ul style="list-style-type: none"> • Población: Alumnos de primaria de Países Bajos. • Contexto: Cierre de escuelas de 8 semanas entre marzo y mayo de 2020. • Datos: Resultados de exámenes nacionales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pérdidas de aprendizajes equivalentes a 1/5 del año escolar (misma duración que cierre de escuelas). • Efecto fue 60 por ciento más fuerte entre estudiantes de hogares con menos logros educativos.
Maldonado & De Witte (2021) 2/	<ul style="list-style-type: none"> • Población: Alumnos de primaria de Bélgica. • Contexto: 3 meses de cierre total (9 semanas) y reapertura parcial de escuelas entre marzo y mayo de 2020. • Datos: Resultados de pruebas estandarizadas en matemáticas y holandés. 	<ul style="list-style-type: none"> • Caída en el puntaje promedio de las pruebas de 0,19 desviaciones estándar en matemática, y de 0,29 en holandés. • Pérdidas de aprendizaje más grandes entre alumnos de bajo nivel socioeconómico. • Aumento de desigualdad intra- y entre- escuelas analizadas.
Tomasik et al (2021) 3/	<ul style="list-style-type: none"> • Población: Alumnos de primaria y secundaria de Suiza. • Contexto: Alumnos en educación virtual por 8 semanas entre marzo y mayo de 2020. • Datos: Resultados de pruebas en matemáticas y alemán. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reducción a la mitad de la velocidad de aprendizaje de estudiantes de primaria que pasaron a educación virtual respecto a la situación previa. • Aumento de la heterogeneidad en logros de aprendizajes individuales en primaria. • Ningún efecto para estudiantes de secundaria.
Lichand et al (2021) 4/	<ul style="list-style-type: none"> • Población: Alumnos de secundaria de Brasil • Contexto: Escuelas en Sao Paulo con clases virtuales desde segundo trimestre de 2020. • Datos: Tasas de deserción y resultados de pruebas estandarizadas. 	<ul style="list-style-type: none"> • El riesgo de abandono escolar subió en 365 por ciento. • Caída de los resultados de las pruebas, equivalente a que si los estudiantes hubiesen aprendido solo el 27,5 por ciento de lo que hacían de forma presencial. • Reapertura parcial de escuelas subió los resultados en 20 por ciento respecto a grupo de control. • Pérdida de aprendizajes no correlacionada con incidencia del COVID-19, sugiriendo que el efecto es solo por el cierre de escuela.

1/ Engzell, P., Frey, A., & Verhagen, M. D. (2021). Learning loss due to school closures during the COVID-19 pandemic. PNAS Vol. 118 No. 17, <https://doi.org/10.1073/pnas.2022376118>.

2/ Maldonado, J. E., & De Witte, K. (2021). The effect of school closures on standardized student test outcomes. British Educational Research Journal, British Educational Research Journal.

3/ Tomasik, M. J., Helbling, L. A., & Moser, U. (2021). Educational gains of in-person vs. distance learning in primary and secondary schools: A natural experiment during the COVID-19 pandemic school closures in Switzerland. International Journal of Psychology, Vol. 56, No. 4, 566–576.

4/ Lichand, G., Dória, C. A., Leal Neto, O., & Cossi, J. (2021). The Impacts of Remote Learning in Secondary Education: Evidence from Brazil during the Pandemic. IDB Technical Note IDB-TN-02214, <http://dx.doi.org/10.18235/0003344>.

Elaboración: BCRP.

17 La literatura es más extensa. Por ejemplo, Patrinos y Donnelly (2021), en su trabajo Learning Loss During COVID-19: An Early Systematic Review, revisan la literatura entre marzo de 2020 y mayo de 2021 e incluyen investigaciones adicionales a las listadas en el cuadro.

18 Fuchs-Schündeln, N., Krueger, D., Ludwig, A., & Popova, I. (2020). The long-term distributional and welfare effects of Covid-19 school closures. NBER Working Paper.

19 Neidhöfer, G., Lustig, N., & Tommasi, M. (2021). Intergenerational transmission of lockdown consequences: Prognosis of the longer-run persistence of COVID-19 in Latin America, ZEW Discussion Papers, No. 21-046, ZEW -Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.





Por otro lado, la pandemia también implicó un retroceso en la tasa de asistencia a educación básica (ver siguiente cuadro). Es decir, no solo los alumnos que asistieron a educación remota vieron rezagos en sus aprendizajes, sino que también hubo un porcentaje significativo de niños y adolescentes que dejaron de asistir completamente.

PERÚ: TASA DE ASISTENCIA NETA EN EDUCACIÓN BÁSICA, 2016 – 2021

(Percentil, 0 peor, 100 mejor)

	2016	2017	2018	2019	2020	Var. 2020- 2019 1/	IIT.20	IIT.21	Var. IIT.21- IIT.20 1/
Inicial (3 a 5 años)									
Nacional	88,6	90,3	91,1	93,1	81,2	-11,9	81,7	86,7	5,0
Urbana	88,7	90,3	91,3	93,8	79,9	-13,9	81,9	86,2	4,3
Rural	88,3	90,0	90,3	90,8	84,6	-6,3	81,0	88,4	7,4
Primaria (6 a 11 años)									
Nacional	93,5	92,7	95,9	97,1	94,4	-2,8	94,5	97,7	3,2
Urbana	93,0	92,0	95,5	96,9	94,4	-2,6	95,1	97,4	2,3
Rural	94,6	94,6	97,0	97,7	94,5	-3,2	92,9	98,6	5,7
Secundaria (12 a 16 años)									
Nacional	83,0	84,0	85,5	87,0	83,5	-3,4	82,2	86,9	4,7
Urbana	85,0	85,5	87,0	88,5	84,6	-3,9	83,2	88,6	5,4
Rural	78,5	80,4	82,1	83,3	80,4	-2,9	79,7	82,1	2,4

1/ En puntos porcentuales. Los valores en negrita y subrayados son variaciones significativas con, por lo menos, $p < 0,10$.

Fuente: Minedu – Escale, INEI – Informe Técnico Condiciones de Vida N° 02 Junio 2021 y N° 03 Septiembre 2021.

Elaboración: BCRP.

Retos de política

Si bien el gobierno peruano implementó un programa de educación remota multiplataforma llamado “Aprendo en Casa”, este no habría sido un sustituto completo de la educación presencial. Por ejemplo, un informe de la Contraloría de abril de 2021 indicó que un 61 por ciento de los estudiantes entrevistados para las acciones de control habría quedado insatisfecho con su experiencia en el programa.²⁰ Más aún, según la ENAHO del INEI, solo 27 y 34 por ciento de los alumnos de educación básica matriculados en 2020 contaban con acceso a internet y computadora en su hogar, respectivamente.²¹ El resto de estudiantes tuvo que acceder a los contenidos a través de televisión o radio (alternativas inferiores). Similarmente, la ENAHO revela que un 38 por ciento de los alumnos de educación básica que asistieron a clases virtuales no interactuaban con el profesor en el desarrollo de sus cursos.

El problema particular de Perú en este contexto es que, previo a la pandemia, ya se sufría de una crisis severa de logros de aprendizaje. En 2019, solo poco más de un tercio de los alumnos de 2° de primaria entendía claramente lo que leía, y menos de 2 de cada 10 contaba con las habilidades numéricas requeridas según la Evaluación de Logros de Aprendizajes.

20 El Informe de Orientación de Oficio N° 999-2021-CG/SADEN-SO evaluó el desempeño de Aprendo en Casa entre el 1 de agosto de 2020 y el 31 de enero de 2021. Se entrevistó a más de 36 mil estudiantes de todos los departamentos, y si bien la muestra no estuvo diseñada para realizar inferencia estadística, los resultados son ilustrativos sobre las opiniones de los alumnos.

21 El MINEDU, a través de las Estadísticas de Calidad Educativa (Escale), señala similarmente que, en 2020, solo 19,7 por ciento de estudiantes de primaria contaban con computadora con internet. La cifra es de 23,7 por ciento para los de secundaria. Sin embargo, estos datos se calculan sobre la base del Censo de Población y Vivienda de 2017.

Por ello, entre las medidas de política para remediar esta situación se contempla: (1) retornar la mayor cantidad de alumnos a las aulas para evitar más pérdidas, y (2) asegurar la recuperación y consolidación de aprendizajes de los alumnos afectados. Respecto a lo primero, la normativa actual (R.M. 121-2021-MINEDU) podría ser actualizada para acelerar el retorno de los menores. Además, hay ciertas oportunidades que podrían impulsar al sector a plantearse un retorno total hacia marzo de 2022. Por un lado, el avance en la vacunación debería disminuir las preocupaciones sanitarias (al 12 de noviembre, 86 por ciento del personal educativo contaba con dos dosis). Por otro, los protocolos exigidos a las escuelas en Perú son efectivos en prevenir los focos de contagio al seguir todas las recomendaciones internacionales en la materia: mascarilla obligatoria, control sintomatológico, distancia mínima entre carpetas y ventilación continua de espacios cerrados. También, se cuenta con un plan de acción eficiente frente a la presencia de casos positivos, que involucra el aislamiento de estudiantes contagiados por 14 días, el rastreo de contactos y el reinicio de la prestación del servicio tras confirmarse la inexistencia de casos adicionales.

En cuanto a la recuperación y consolidación de aprendizajes, el Banco Mundial ²² resume las recomendaciones de expertos. Estas son: (i) reestructurar el calendario académico (extender días, semanas o el año académico); (ii) adaptar el currículo para priorizar competencias esenciales y aspectos socioemocionales; (iii) diseñar estrategias para incentivar la matrícula; (iv) implementar evaluaciones de diagnóstico para identificar las necesidades de los estudiantes; y (v) proveer educación remedial para los estudiantes rezagados (por ejemplo, programas de tutorías o uso de herramientas digitales).

Comentarios Finales

El cierre de escuelas en Perú estaría agravando una crisis educativa preexistente, al incidir negativamente sobre los logros de aprendizajes que ya se encontraban por debajo de lo deseado y creando situaciones de abandono escolar. Ambos aspectos incidirían negativamente en el nivel de capital humano de largo plazo, disminuyendo el crecimiento de la productividad y del producto tendencial. Dado que el programa de educación remota no sería un sustituto completo de las escuelas, la prioridad debe situarse en el retorno a la presencialidad, y en la recuperación y consolidación de aprendizajes. Sobre esto último, existen recomendaciones tanto de expertos como de eventos previos de cierres inesperados de escuelas que pueden servir de guía.

22 Banco Mundial (mayo de 2021). Policy Actions for School Reopening and Learning Recovery.



Recuadro 4 EFECTOS DE LARGO PLAZO DEL COVID-19 EN PERÚ

La pandemia del COVID-19 ocasionó una contracción severa de la economía mundial en el año 2020 debido, en parte, a las medidas de aislamiento social con el fin de reducir el ritmo de contagios. Ello trajo consigo una disrupción importante en diversos sectores económicos, especialmente los que involucran un mayor grado de interacción personal, tales como los relacionados a servicios y turismo. En este contexto de alta incertidumbre y menor ritmo de actividad económica, muchos trabajadores perdieron sus empleos y la inversión privada se contrajo.

El desarrollo de vacunas seguras, así como el incremento en el ritmo de vacunación a nivel mundial ha permitido que se relajen estas restricciones, facilitando así la recuperación económica en 2021. Así pues, por ejemplo, tras una contracción de 11,0 por ciento en 2020, se espera que la economía peruana crezca 13,2 por ciento este año. Tras una caída muy pronunciada, cabe preguntarse si la crisis del COVID-19 afectará los factores estructurales de la economía y, por ende, dejará “cicatrices” de largo plazo; es decir, si reducirá el potencial de crecimiento a futuro.

Al respecto, la literatura presenta diversas perspectivas. Por un lado, existen quienes argumentan que las crisis pueden facilitar la implementación de beneficiosas reformas políticas y económicas (Cerra y Saxena, 2005)²³. Asimismo, el concepto de “destrucción creativa” planteado por Schumpeter (1942)²⁴ propone que las crisis pueden servir para eliminar de la economía a las firmas más ineficientes, conllevando así a una mayor productividad y crecimiento.

Sin embargo, otros autores discrepan y afirman que las crisis dejan “cicatrices” (efecto *scarring*) que afectan al crecimiento de largo plazo a través de sus principales determinantes: el *stock* de capital productivo, la fuerza laboral empleada y la productividad total de factores (PTF). A continuación se analiza el impacto de la crisis en cada uno de los factores productivos.

a) La fuerza laboral

Según Blanchard y Summers (1986)²⁵, el desempleo posterior a una crisis presenta un comportamiento de histéresis; lo que significa que se mantendría persistentemente alto, y ello implicaría una contracción permanente de la fuerza laboral y un menor crecimiento de largo plazo. A ello se sumaría el efecto de la crisis sobre el capital humano, el cual suele también deteriorarse durante periodos de desempleo prolongados (FMI, 2021)²⁶.

En el caso de la crisis del COVID-19, si bien el desempleo se elevó considerablemente, luego ha venido registrando un descenso sostenido hasta encontrarse cerca a los niveles pre pandemia. Por ejemplo, en abril de 2020 el desempleo en Estados Unidos aumentó fuertemente hasta alcanzar una tasa de 14,8 por ciento. Sin embargo, para octubre de 2021 la tasa de desempleo ya se había reducido hasta 4,6 por ciento. En el caso peruano también se observó una caída pronunciada del empleo formal en marzo y abril de 2020 (los primeros meses del confinamiento). No obstante, desde julio de 2020 el empleo formal ha ido recuperándose paulatinamente hasta registrar tasas de crecimiento positivas en agosto, setiembre y octubre de este año. Esta recuperación,

23 Cerra, V. y Saxena, S. (2005). Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. IMF Working Paper.

24 Schumpeter, J. (1942). Capitalism, Socialism, and Democracy.

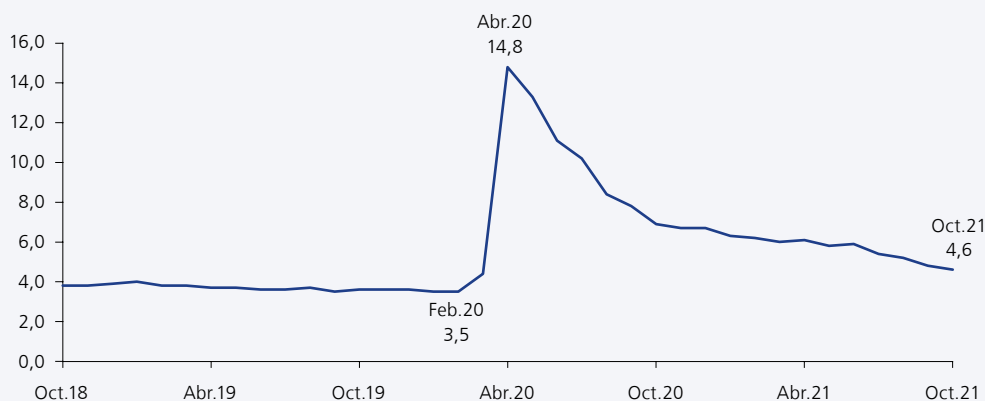
25 Blanchard, O. y Summers, L. (1986). Hysteresis and the European Unemployment Problem. NBER Macroeconomics Annual 1: 15–78.

26 FMI (2021). World Economic Outlook. Managing Divergent Recoveries.

relativamente rápida, haría pensar que la probabilidad de una contracción permanente de la fuerza laboral sería más reducida de lo que inicialmente se podría haber pensado.

ESTADOS UNIDOS: TASA DE DESEMPLEO

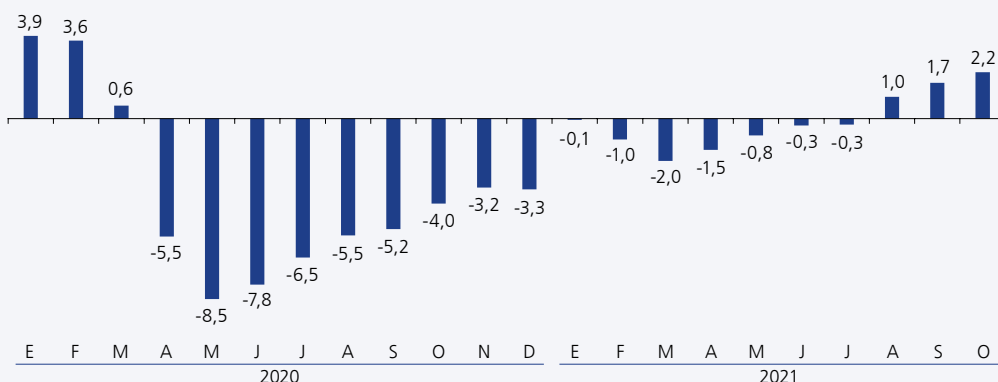
(En porcentaje)



Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

PERÚ: PUESTOS DE TRABAJO FORMAL TOTAL PLANILLA ELECTRÓNICA

(Var. % respecto al mismo periodo de 2019)



Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

La acumulación de capital humano a largo plazo también se ve afectada por los niveles de educación, la cual en el contexto actual se ha visto interrumpida como consecuencia del cierre de escuelas afectando así la continuidad del aprendizaje²⁷. Los efectos finales de la educación virtual podrán ser evaluados recién cuando aquellos niños y jóvenes que estuvieron expuestos a ella se inserten en el mercado laboral. Sin embargo, algunos estudios indican que dicho efecto sobre el capital humano podría ser negativo, principalmente para las economías en desarrollo (donde el nivel educativo es más bajo en promedio y donde persisten brechas de género en la educación). Por ejemplo, tomando como base episodios previos de epidemias, un estudio del FMI concluye que las epidemias reducen significativamente las tasas de conclusión para la educación primaria y secundaria; y que las niñas se ven más afectadas que los niños (Fabrizio et al, 2021)²⁸.

27 Ver Recuadro 3 del presente Reporte.

28 Fabrizio, S.; Gomes, D.; Meyimdjui, C. y Tavares, M. (2021). Epidemics, Gender, and Human Capital in Developing Countries. IMF Working Paper.



b) El stock de capital

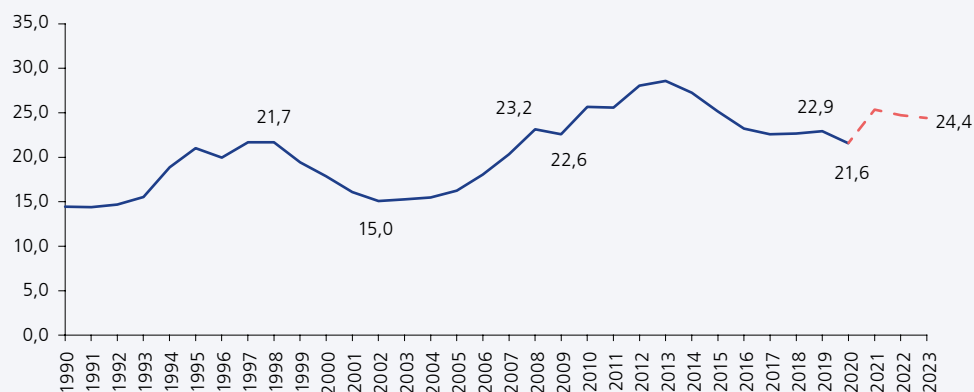
En periodos de crisis se generan contextos de alta incertidumbre, que conllevan a un retraso o menor ritmo de inversión de capital físico. Una menor acumulación de capital implica menores posibilidades de producción en el futuro. En la medida que el gasto en capital se mantenga bajo, las perspectivas de crecimiento a largo plazo serán limitadas.

Una forma de aproximarse a dicho efecto es analizar la evolución del ratio inversión fija sobre PBI y ver cómo se ha visto afectado durante los periodos de crisis. Para el caso peruano, la evidencia es mixta. Por un lado, dicho ratio se redujo sostenidamente tras la Crisis de 1998 desde 21,7 por ciento hasta 15,0 por ciento en 2002. No obstante, tras la Crisis Financiera Internacional, si bien el ratio decreció en 0,6 puntos porcentuales entre 2008 y 2009, los tres años posteriores más que revirtió aquella reducción²⁹.

Por su parte, la crisis del COVID-19 parece encontrarse en un punto intermedio entre las dos crisis antes mencionadas. La reducción de 1,4 puntos porcentuales entre 2019 y 2020 que experimentó la Inversión Bruta Fija como porcentaje del PBI es de una magnitud mayor a la registrada entre 2008 y 2009. Sin embargo, de acuerdo a las proyecciones hechas para este Reporte, se espera una recuperación de la inversión tal que el ratio supere el nivel pre pandemia hacia 2022.

INVERSIÓN BRUTA FIJA: 1990-2023

(Porcentaje del PBI real)



Nota: Las cifras de 2021-2023 corresponden a las proyecciones del RI Dic. 2021.

c) La Productividad Total de Factores

Las crisis pueden traer consigo caídas en la inversión en investigación y desarrollo (I+D) o en la adopción de nuevas tecnologías. En dicho escenario, la productividad de la economía en el largo plazo se reduce (Grossman y Helpman, 1991; Schmöller y Spitzer, 2021)³⁰.

29 Precisamente como se verá más adelante, esto es consistente con el hallazgo que la Crisis de 1998 generó un mayor costo económico de largo plazo que la Crisis Financiera Internacional.

30 Grossman, G. y Helpman, E. (1991). Quality ladders and product cycles. *Quarterly Journal of Economics* 106 (2), 557-586. Schmöller, M. y Spitzer, M. (2021). Deep recessions, slowing productivity and missing (dis-)inflation in the euro area. *European Economic Review* 134, 103708

Asimismo, Furceri et al. (2021)³¹ proponen la hipótesis de que las crisis conllevan a reasignaciones de los factores productivos a diferentes sectores. Así pues, plantean que la productividad agregada de la economía puede ser afectada de dos maneras: (i) a través del choque de productividad dentro de cada sector y (ii) al inducir a reasignaciones de insumos productivos entre los diversos sectores. De este modo, si una crisis afecta especialmente a los sectores más productivos de la economía, parte de la fuerza laboral y el capital serán reasignados a sectores con una productividad menor. Con ello, la productividad agregada de la economía decrecería. Según estos autores, el primer mecanismo se deteriora marcadamente en el corto plazo, pero su efecto se disipa conforme la economía se recupera. En contraste, el efecto de la reasignación entre sectores se incrementa con el paso del tiempo. Para el caso de la crisis del COVID-19 podría haber ocurrido una reasignación de la fuerza laboral desde sectores como turismo, restaurantes y otros servicios que requieren contacto en persona. El efecto final sobre la productividad agregada de este fenómeno dependerá de la productividad en los sectores donde se hayan recolocado.

Uno de los principales inconvenientes para cuantificar el costo de una crisis es que toma tiempo observar cómo se van materializando³². Precisamente, la crisis originada por el COVID-19 aún sigue en desarrollo y los efectos finales de la misma se observarán de acá a unos años. No obstante, se puede tomar como punto de referencia el desempeño de Perú después de crisis previas para inferir cuál es el costo o pérdida que tienen dichos eventos.

Evidencia de crisis pasadas para el caso peruano

Una forma de evaluar cuál es la pérdida de producto que genera una crisis es utilizar las proyecciones de crecimiento que se tenían previas a la ocurrencia de la misma. De esta forma se puede comparar el nivel de actividad que se hubiera alcanzado en el supuesto que la crisis no se hubiera dado respecto al nivel de actividad que efectivamente se observó³³.

Se utilizan las proyecciones del World Economic Outlook (WEO) y del Banco Central de Reserva previas a la Crisis de 1998, la Crisis Financiera Internacional de 2008 y la Crisis del COVID-19 con el objetivo de calcular las trayectorias de PBI que se hubieran observado en Perú si no se hubiesen dado los escenarios de crisis analizados. El cuadro que se presenta a continuación reporta el costo, en términos del producto, de las tres crisis después de tres años. Para el caso de la crisis del COVID-19 se toman en cuenta las proyecciones de PBI que son consistentes con este Reporte de Inflación. Para fines de comparación también se presenta la pérdida bajo que el supuesto que el PBI hubiese crecido a la tasa de crecimiento promedio de los últimos cinco años previos a la crisis.

31 Furceri, D. et al. (2021). Recessions and total factor productivity: Evidence from sectoral data. *Economic Modelling* 94, 130-138.

32 Por ejemplo, Dovern y Zuber (2020) encuentran, para el caso de la Comisión Europea, que las revisiones de PTF suelen dominar, en un primer momento; solo para luego ser corregidas. Al obtener nueva información (a medida que pasan los años), parte de lo que inicialmente se les había atribuido a los choques de productividad negativos, es asignado a cambios desfavorables en el trabajo tendencial y el stock de capital. (Dovern, J. y Zuber, C. (2020). How economic crises damage potential output – Evidence from the Great Recession. *Journal of Macroeconomics*)

33 El supuesto detrás es que las proyecciones no presentan sesgo alguno y, por tanto, pueden usarse con un alto grado de confianza como escenarios contrafactuales realistas.



PÉRDIDA DE PBI TRES AÑOS DESPUÉS DE LA CRISIS

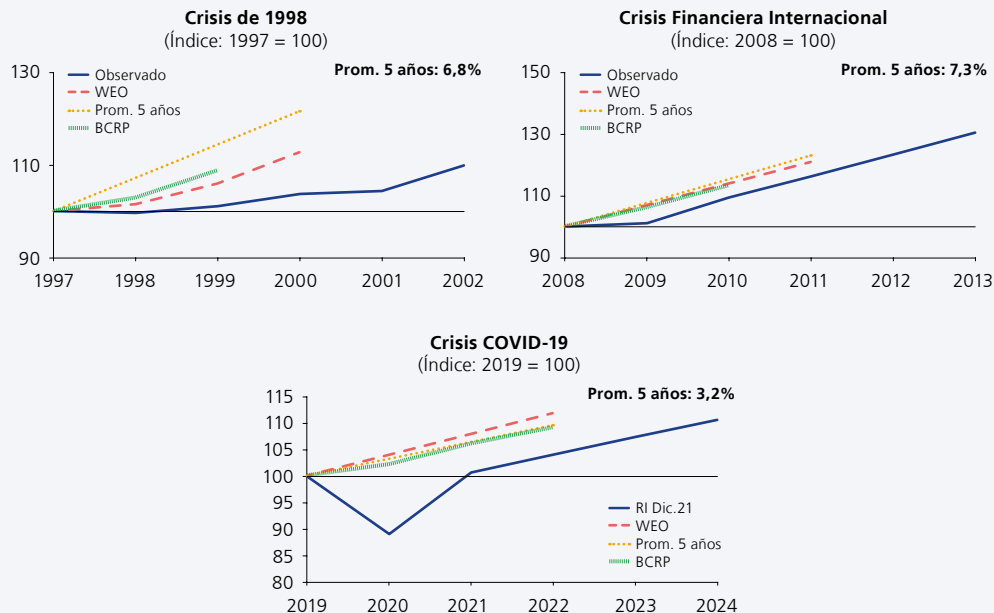
(% del escenario sin crisis)

	Crisis de 1998	Crisis Financiera Internacional	Crisis COVID-19
WEO	-8,1	-4,1	-7,1
BCRP	-10,3	-4,5	-4,9
Prom. 5 años	-14,8	-5,7	-5,1
Promedio	-11,1	-4,7	-5,7

Fuente: BCRP y World Economic Outlook (WEO) abril 1999, octubre 2008 y octubre 2019.

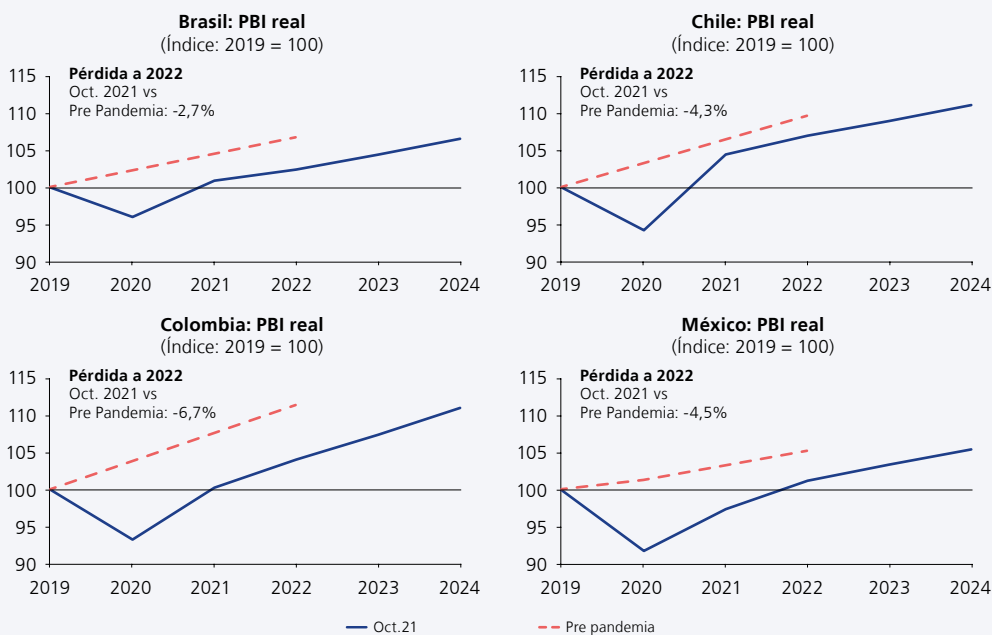
Los resultados preliminares indican que la crisis originada por el COVID-19 habría hecho que el PBI de Perú en 2022 se encuentre aún entre 5 y 7 por ciento por debajo del nivel que hubiese alcanzado en ausencia de la misma. Este costo se encuentra por debajo del que se generó después de la crisis de 1998 pero es mayor al que se registró como consecuencia de la Crisis Financiera Internacional. Cabe destacar que la pérdida asociada al COVID-19 estimada por el FMI está sobreestimada puesto que las proyecciones que contiene su último Informe de Perspectivas Económicas (WEO octubre de 2021) asumen una tasa de crecimiento de 10,0 por ciento en 2021. A continuación, se muestra un gráfico de las pérdidas permanentes sobre el producto.

EFFECTOS PERMANENTES DE LAS CRISIS SOBRE EL PBI DEL PERÚ



Fuente: BCRP y World Economic Outlook (WEO) abril 1999, octubre 2008 y octubre 2019.

EFFECTOS PERMANENTES DE LAS CRISIS SOBRE EL PBI EN LOS PAÍSES DE LATAM



Nota: Las cifras pre pandemia corresponden a los niveles de PBI proyectados del WEO de octubre 2019.
Fuente: World Economic Outlook (WEO) octubre 2019 y octubre 2021.

El comportamiento descrito para la crisis del COVID-19 no es único del Perú. Como se puede observar en el gráfico previo, la pérdida de largo plazo estimada para Perú es relativamente similar a la de sus pares de la región (Brasil, Chile, Colombia y México), a pesar que Perú tuvo una de las cuarentenas más estrictas del mundo. Más aún, la dinámica de una crisis como la generada por el COVID-19 no se aleja tampoco de los de una crisis típica. Por ejemplo, Cerra y Saxena (2005) documentan cómo muchos países de Latinoamérica nunca pudieron recuperar la senda de crecimiento tendencial previa a la crisis de la deuda de 1980. Precisamente, la literatura económica y la evidencia empírica apuntan a que crisis económicas importantes suelen dejar "cicatrices" (efectos permanentes) en las economías. Cambios en las dinámicas del empleo y la acumulación de capital físico, así como las decisiones de inversión en I+D o migración de factores productivos entre sectores, probablemente alteren la senda de crecimiento de largo plazo. Debido a lo reciente de la crisis del COVID-19 es aún muy prematuro distinguir claramente qué factores están siendo alterados de manera estructural. Es más seguro afirmar que los niveles de PBI podrían no regresar a los observados antes de la pandemia, afectando así el crecimiento potencial de la economía.





IV. Finanzas públicas

46. El déficit fiscal en términos anuales disminuyó de 8,9 a 3,3 por ciento del PBI entre diciembre de 2020 y noviembre de 2021. Con ello se acumulan nueve meses consecutivos de reducción del déficit fiscal, luego de la tendencia creciente observada el año pasado producto de la pandemia. La disminución respecto al cierre de 2020 respondió, en mayor magnitud, al incremento de los ingresos corrientes del Gobierno General; y en menor medida, a los menores gastos no financieros como porcentaje del producto y al menor déficit del resultado primario de las empresas estatales.

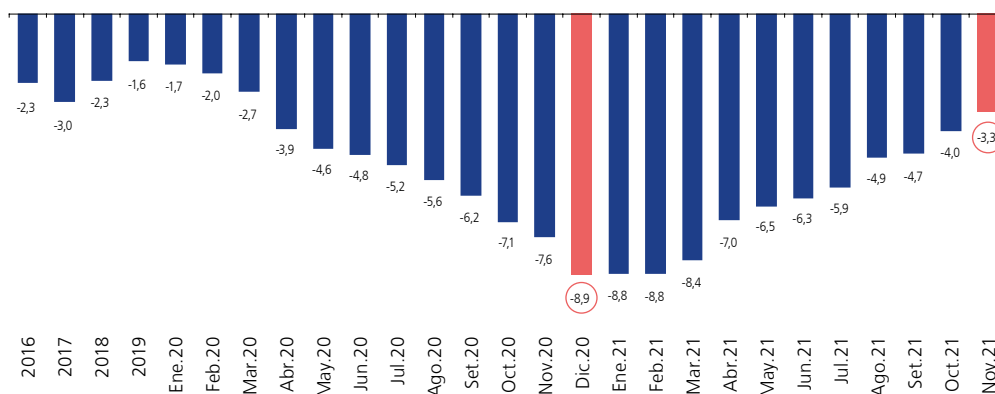
El aumento de los ingresos corrientes anualizados del Gobierno General fue reflejo de la coyuntura favorable de los precios de los minerales, de la recuperación económica, de un efecto base por las medidas de alivio tributario adoptadas en 2020 e ingresos extraordinarios como el pago de deudas tributarias en agosto de 2021. Por componentes, la mayor recaudación provino de los ingresos tributarios del Gobierno Nacional, principalmente del Impuesto General a las Ventas (IGV), tanto interno como externo; y del impuesto a la renta, en su mayoría de personas jurídicas domiciliadas y por regularización. En menor magnitud, contribuyó el aumento de la recaudación por concepto de Fraccionamiento Tributario e Impuesto Especial a la Minería (IEM). Por su parte, los ingresos no tributarios registraron un incremento explicado por regalías mineras y canon y regalías petroleras, principalmente.

Si bien los gastos no financieros del Gobierno General en los últimos doce meses a noviembre de 2021 se han reducido como porcentaje del producto, en términos nominales aumentaron. El incremento nominal de los gastos no financieros se debió principalmente al crecimiento de los gastos en formación bruta de capital y, en menor medida, de los gastos corrientes y otros gastos de capital. El aumento en los gastos corrientes se debió mayoritariamente a la adquisición de bienes y servicios para enfrentar la emergencia sanitaria y para reactivación, así como a la recuperación de los gastos no relacionados al COVID-19.

El aumento de la formación bruta de capital se dio en los tres niveles de Gobierno, destacando la mayor inversión del Gobierno Nacional y de los Gobiernos Locales. Por funciones, el mayor gasto de capital del Gobierno Nacional se concentró en la ejecución de proyectos de Transporte, Educación, Salud y Orden Público y Seguridad, en tanto la mayor ejecución de los Gobiernos Locales correspondió a Transporte, Saneamiento, Educación y Vivienda y Desarrollo Urbano.

Esta evolución fue reforzada por la disminución del déficit primario de las empresas estatales, explicado por el aumento de los ingresos corrientes principalmente por ventas, destacando las de Petroperú y las de las empresas regionales de electricidad, así como por menores transferencias de utilidades al Tesoro Público.

Gráfico 61
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2021
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



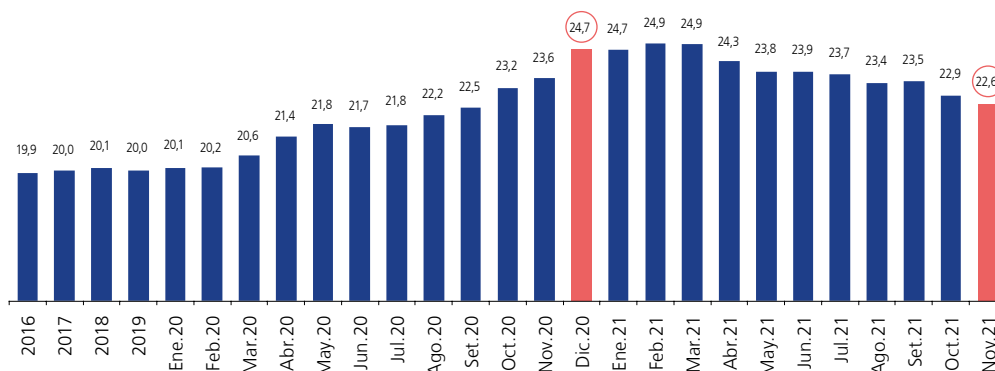
Fuente: MEF, SUNAT y BCRP.

Gráfico 62
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2021
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: SUNAT y BCRP.

Gráfico 63
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2021
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF y BCRP.

47. Se proyecta una reducción del déficit fiscal de 8,9 a 3,1 por ciento del PBI entre 2020 y 2021, marcando así el inicio del proceso de consolidación de las cuentas fiscales. Esta





evolución se explicaría por el crecimiento de los ingresos corrientes, debido a un contexto internacional favorable, a la recuperación de la actividad económica y a la recaudación de ingresos extraordinarios durante este año. La disminución del déficit se vería reforzada por los menores gastos no financieros como porcentaje del PBI, particularmente corrientes, y por el superávit primario de las empresas estatales.

Para los años siguientes se prevé una reducción gradual del déficit fiscal que refuerce el proceso de consolidación de las finanzas públicas. Así, en 2022 el déficit se ubicaría en 2,8 por ciento, producto de la moderación de los gastos no financieros por el retiro progresivo de las medidas de estímulo fiscal llevadas a cabo en 2020 y 2021, y por el incremento real de los ingresos tributarios. Este nivel sería inferior en 0,9 puntos porcentuales del producto al establecido por la regla fiscal de 3,7 por ciento (Decreto de Urgencia N°079-2021). Para 2023, el déficit fiscal sería 2,4 por ciento del PBI, debido al menor gasto corriente, en línea con el proceso de consolidación.

Cuadro 23
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

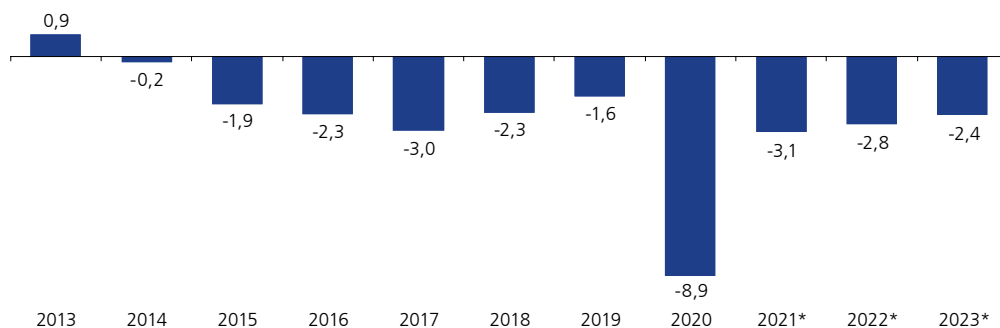
	2020	2021*		2022*		2023*
		Ene.-Nov.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	17,8	21,1	20,1	20,8	20,0	20,6
Variación % real	-17,4%	40,5%	30,1%	35,7%	3,7%	2,0%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	24,7	20,7	22,6	22,4	21,9	21,4
Variación % real	12,8%	8,4%	5,3%	5,4%	1,3%	0,7%
Del cual:						
Gasto corriente	20,2	16,3	17,8	17,5	16,7	16,8
Variación % real	19,4%	2,0%	1,2%	0,6%	-1,3%	-0,7%
Formación bruta de capital	3,8	3,8	4,1	4,2	4,2	4,4
Variación % real	-13,2%	50,5%	25,0%	28,5%	8,2%	8,5%
3. Otros 1/	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-7,3	0,5	-2,4	-1,5	-1,8	-1,2
5. Intereses	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
6. Resultado económico	-8,9	-1,1	-4,0	-3,1	-3,4	-2,4

1/ Incluye ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 64
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

En comparación con el Reporte de setiembre, se reduce la proyección del déficit fiscal de 4,0 a 3,1 por ciento del producto para 2021 y de 3,4 a 2,8 por ciento para 2022. El menor déficit para 2021 se explica por la evolución favorable de la recaudación observada a noviembre, en tanto el déficit más bajo para 2022 se atribuye a un incremento en la proyección de ingresos, en línea con una mejor evolución esperada de la actividad económica.

Ingresos corrientes

48. En términos reales, los **ingresos corrientes** crecerían 35,7 por ciento en 2021, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 20,8 por ciento (3,0 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2020). Los mayores ingresos corrientes proyectados para 2021 se explican por elevados niveles de recaudación de impuesto a la renta, IGTV, impuesto especial a la minería, regalías mineras y canon y regalías petroleras producto del incremento de los precios de los *commodities* y de la recuperación de la actividad económica, así como por pagos de deudas de empresas mineras.

La tasa de expansión real esperada de los ingresos corrientes para 2021 sería mayor a la contemplada en el Reporte previo (30,1 por ciento). La corrección al alza responde principalmente a una ejecución mayor a la esperada de los ingresos tributarios, destacando el IGTV y el impuesto a la renta, y en menor medida a la revisión al alza de los ingresos no tributarios por canon y regalías.

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

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Nov.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
INGRESOS TRIBUTARIOS	13,3	16,4	15,6	16,2	15,5	15,9	15,9
Impuesto a la renta	5,3	6,3	6,0	6,2	6,2	6,4	6,3
Impuesto General a las Ventas (IGV)	7,7	8,9	8,7	8,8	8,6	8,8	8,9
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	1,0	1,0	1,0	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	1,5	2,2	2,1	2,2	1,9	2,0	2,0
Devolución de impuestos	-2,4	-2,3	-2,3	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,6	4,6
Contribuciones sociales	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Recursos propios y transferencias	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Canon y Regalías	0,5	0,9	0,8	1,0	0,7	0,9	0,8
Resto	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
TOTAL	17,8	21,1	20,1	20,8	20,0	20,6	20,6

* Proyección.

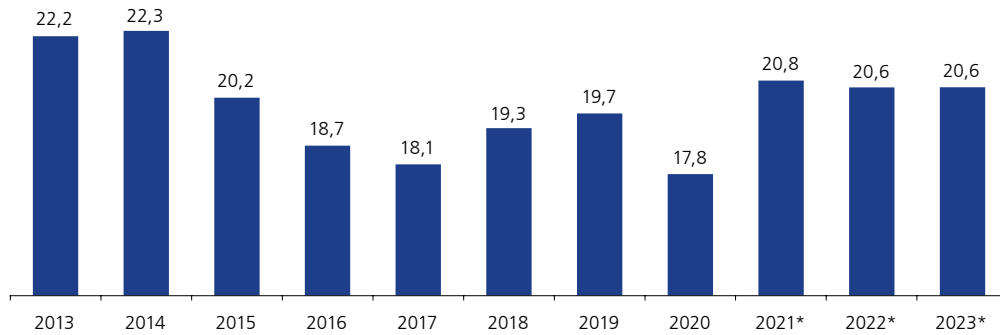
RI: Reporte de Inflación.

En 2022, los ingresos corrientes registrarían un crecimiento real de 2,0 por ciento debido a la expansión de los ingresos tributarios asociada a la mayor regularización del impuesto a la renta y a los mayores pagos de las empresas mineras. En comparación con el Reporte previo, se esperan mayores ingresos tributarios principalmente por IGTV e impuesto a la renta, en concordancia con la proyección de la demanda interna.

Dadas las proyecciones de crecimiento, los ingresos corrientes representarían el 20,6 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, nivel superior al que se obtuvo en 2015.



Gráfico 65
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gastos no financieros

49. Los **gastos no financieros** registrarían un crecimiento real de 5,4 por ciento en 2021, y como porcentaje del producto se ubicarían en 22,4 por ciento, menor en 2,3 puntos porcentuales del producto al observado en 2020. El gasto relacionado al COVID-19 sería similar al de 2020, con un cambio en la composición al reducirse las transferencias mediante bonos a los hogares (de S/ 12,8 mil millones a S/ 7,7 mil millones) y aumentar el gasto en bienes y servicios, por suministros médicos y vacunas, así como contratación de personal, y en formación bruta de capital. Asimismo, la proyección de gastos considera el pago de la deuda social del Magisterio y el otorgamiento de una bonificación extraordinaria a los pensionistas de la ONP (S/ 203 millones).

Para 2022 los gastos no financieros representarían el 21,8 por ciento del PBI, en línea con la consolidación esperada del gasto público y el cumplimiento de las reglas macrofiscales del Sector Público No Financiero (Decreto de Urgencia N°079-2021). Durante dicho año, los gastos reducirían su dinamismo a causa de menores gastos originados por el COVID-19.

El gasto continuaría reduciéndose y llegaría a 21,4 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección en concordancia con un retiro gradual del estímulo extraordinario otorgado para hacer frente a la crisis del COVID-19. Este nivel sería aún superior al que se tenía antes de la pandemia, pero similar al registrado en 2015.

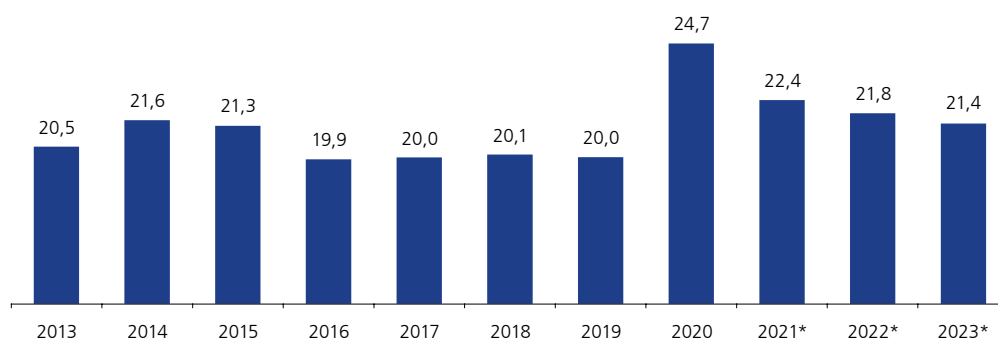
Se incrementa ligeramente la proyección del crecimiento real del gasto no financiero de 5,3 a 5,4 por ciento para 2021 respecto a lo previsto en el último Reporte. Esta proyección incorpora el Bono 210 autorizado mediante Decreto de Urgencia N°105-2021 por el Gobierno. A través de dicha transferencia, se otorgará por única vez un subsidio de S/ 210 a los trabajadores formales del sector público y privado que perciban una remuneración inferior a S/ 2 000. Para su financiamiento se autorizó una transferencia hasta por la suma de S/ 615 millones y el uso de saldos transferidos con cargo al DU N° 026-2020. En tanto, se reduce la proyección de gastos en términos del PBI para 2022 de 21,9 a 21,8 por ciento.

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

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Nov.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
GASTO CORRIENTE	20,2	16,3	17,8	17,5	16,7	16,8	16,5
Gobierno Nacional	13,8	11,1	11,9	11,9	11,4	11,5	11,3
Gobiernos Regionales	4,2	3,5	3,7	3,7	3,5	3,5	3,4
Gobiernos Locales	2,2	1,7	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8
GASTO DE CAPITAL	4,5	4,5	4,8	4,9	5,1	5,0	5,0
Formación Bruta de Capital	3,8	3,8	4,1	4,2	4,2	4,4	4,3
Gobierno Nacional	1,4	1,5	1,5	1,6	1,5	1,7	1,7
Gobiernos Regionales	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,6	1,6	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8
Otros	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7
TOTAL	24,7	20,7	22,6	22,4	21,9	21,8	21,4
Gobierno Nacional	15,9	13,2	14,1	14,2	13,7	13,8	13,6
Gobiernos Regionales	5,1	4,2	4,6	4,5	4,4	4,3	4,2
Gobiernos Locales	3,7	3,3	3,9	3,7	3,8	3,8	3,7

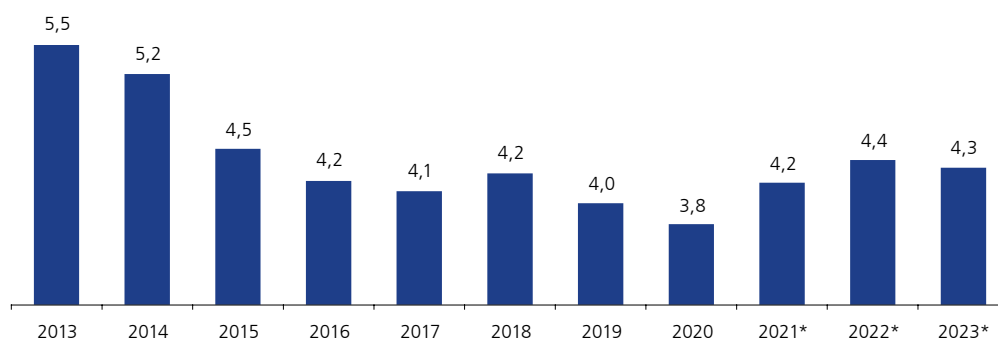
* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 66
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
 (Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 67
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
 (Porcentaje del PBI)



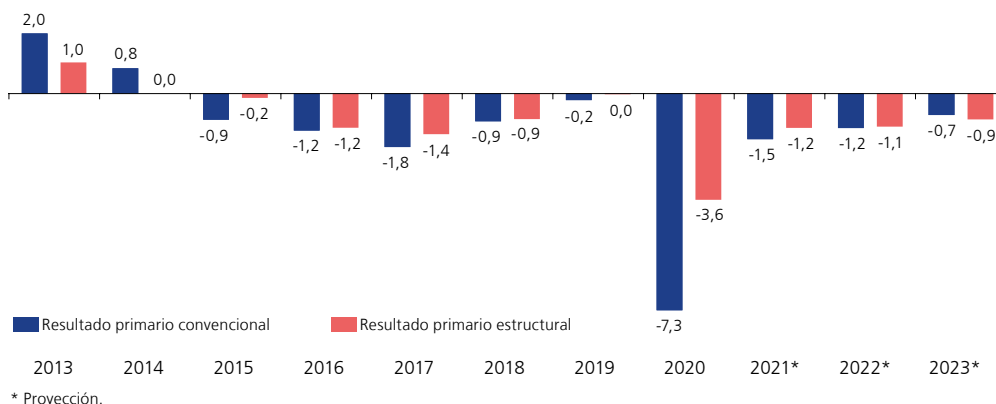
* Proyección.



Postura fiscal

50. El **resultado primario estructural** es un indicador que excluye los efectos de las decisiones discrecionales de la política fiscal y los componentes cíclicos y transitorios de la economía que afectan la recaudación y gastos del Gobierno. El déficit primario estructural se estima en 3,6 por ciento del PBI tendencial en 2020 y se espera sea equivalente a 1,2 por ciento del PBI tendencial en 2021, ambas tasas mayores al resultado primario estructural nulo de 2019, lo que reflejaría la posición expansiva de la política fiscal en estos dos años. En tanto, se espera un déficit primario estructural de 1,1 y 0,9 por ciento del PBI tendencial en 2022 y 2023, respectivamente.

Gráfico 68
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023**
 (Porcentaje del PBI y PBI tendencial)



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

Si bien el estímulo fiscal se irá reduciendo en los próximos años, aún se registraría una posición fiscal expansiva en relación al año previo a la pandemia. Esta postura expansiva se observa al comparar los déficits primarios estructurales de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 respecto a 2019, cuyas variaciones se estiman en 3,6 puntos porcentuales del PBI tendencial para 2020, 1,2 para 2021, 1,1 para 2022 y 0,9 para el final del horizonte de proyección.

Financiamiento y deuda

52. Respecto al Reporte de setiembre se reduce la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2021 y 2022. Estos ajustes en las estimaciones se explican por los

menores déficits fiscales nominales esperados para ambos años. En tanto para 2023 se requeriría S/ 29 439 millones de financiamiento, monto inferior al proyectado para 2022, en línea con la consolidación esperada de las finanzas públicas.

En relación a las **fuentes de financiamiento**, con respecto al Reporte anterior se revisa la proyección con una mayor acumulación de depósitos públicos y un mayor endeudamiento mediante bonos para 2021. En tanto, que para 2022 se requerirían menores desembolsos externos.

Cuadro 26
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2020	2021*			2022*		2023*
		Ene.-Nov.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
I. USOS	66 511	11 408	37 161	29 737	35 964	30 573	29 439
1. Amortización	2 761	2 627	3 112	3 179	4 699	4 705	5 939
a. Externa	1 024	1 329	1 835	1 846	3 944	3 984	3 919
b. Interna	1 738	1 298	1 277	1 333	755	721	2 020
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>498</i>	<i>553</i>	<i>548</i>	<i>577</i>	<i>550</i>	<i>550</i>	<i>550</i>
2. Resultado económico1/	63 749	8 780	34 049	26 558	31 265	25 868	23 499
II. FUENTES	66 511	11 408	37 161	29 737	35 964	30 573	29 439
1. Desembolsos y otros	36 255	59 200	40 384	60 294	31 781	26 377	25 398
a. Externas	8 762	14 622	15 286	15 295	8 700	2 825	2 888
b. Bonos	27 492	44 579	25 098	44 999	23 082	23 552	22 510
2. Variación de depósitos y otros2/	30 256	-47 793	-3 223	-30 557	4 182	4 196	4 041

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	34,7	36,2	34,9	36,8	34,7	35,9	35,6
Saldo de deuda pública neta	22,3	20,9	24,3	23,0	25,4	23,7	24,4
Saldo de depósitos públicos	12,4	15,2	10,5	13,7	9,3	12,2	11,2

1/ Signo negativo indica superávit.

2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección

R.I.: Reporte de Inflación

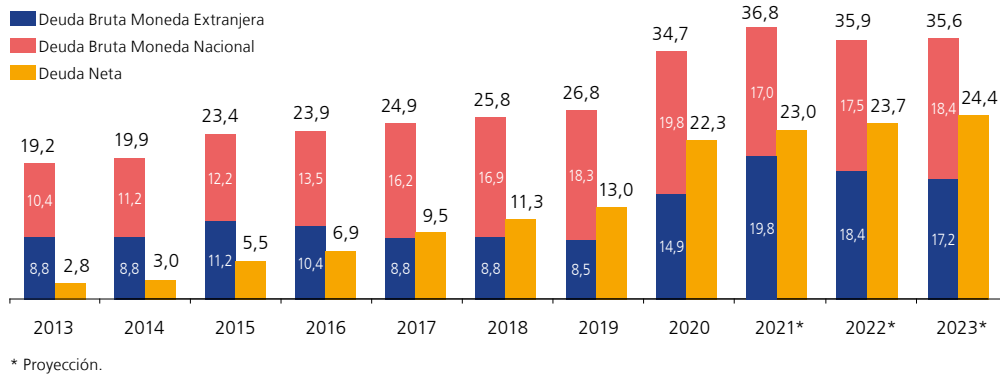
La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasaría de 34,7 a 36,8 por ciento del PBI entre 2020 y 2021, para luego reducirse hasta ubicarse en 35,6 por ciento al final del horizonte de proyección. La proyección de la deuda bruta para 2022 sería inferior al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI (Decreto de Urgencia N°079-2021).

Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumentaría de 22,3 a 23,0 por ciento del PBI entre 2020 y 2021 y alcanzaría el 24,4 por ciento del producto en 2023. Las proyecciones de los déficits fiscales y el manejo esperado de los depósitos públicos explican la tendencia creciente de la deuda neta.

Para más detalle, el Recuadro 5 hace una revisión de la evolución y composición de los indicadores de la deuda pública.



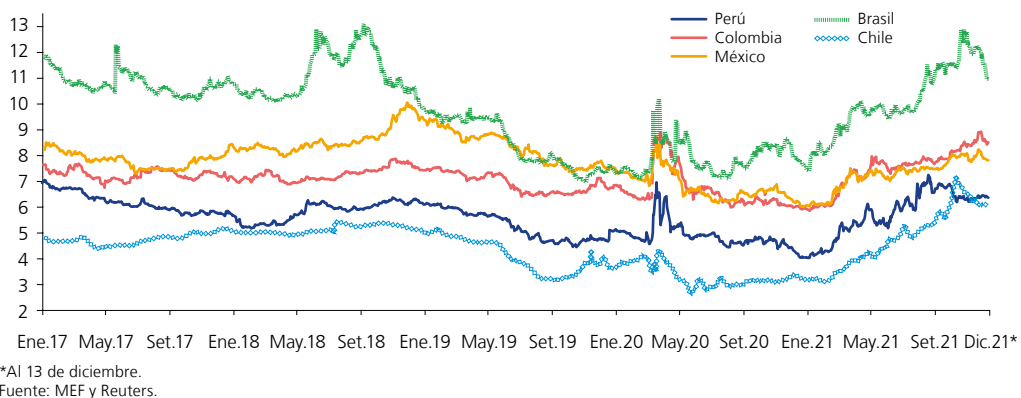
Gráfico 69
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013 - 2023
 (Porcentaje del PBI)



53. Entre setiembre y diciembre de 2021 las tasas de interés de bonos de Gobierno en los países de la región fueron influenciadas por: (i) la expectativa de cambios en el programa de compra de activos de la Reserva Federal de Estados Unidos; (ii) las presiones inflacionarias a nivel global, (iii) el aumento en las tasas de política monetaria, y (iv) la mayor prima por riesgo en la región por factores idiosincráticos. Por un lado, los bonos en moneda nacional a 10 años de Chile y Colombia presentaron mayores tasas de rendimiento (5 y 31 puntos básicos, respectivamente), mientras que la tasa de interés de los bonos de México y Brasil disminuyeron en 5 y 63 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, la tasa de rendimiento disminuyó de 6,44 a 5,89 por ciento, influenciado por la mayor demanda de los inversionistas residentes e institucionales.

Para los bonos denominados en dólares, las tasas de rendimiento a 10 años presentaron comportamientos mixtos, incrementándose en promedio 10 puntos básicos en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, mientras que el rendimiento del bono estadounidense disminuyó de 1,49 a 1,42 por ciento.

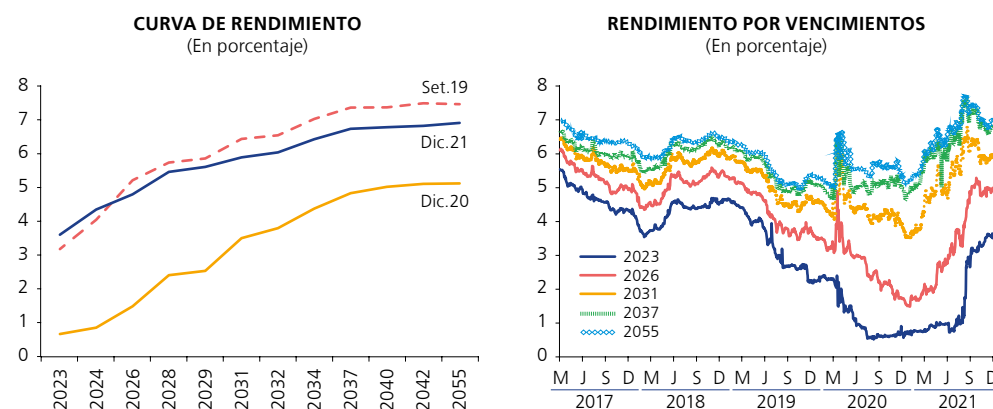
Gráfico 70
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
 (En porcentaje)



La curva de rendimiento del Bono del Tesoro Público (BTP) presenta en el cuarto trimestre una reducción promedio de 36 puntos básicos, principalmente en el tramo medio y largo,

mientras que en el tramo corto (BTP 2023 y 2024) las tasas de rendimiento han subido en 42 y 31 puntos básicos, respectivamente, asociado al incremento en la tasa de referencia del BCRP en 150 puntos básicos y por las expectativas inflacionarias de corto plazo. Así, el *spread* entre los BTP nominales y aquellos con Valor Adquisitivo Constante (VAC) al plazo de 10 años ha subido de 2,46 a 2,67 por ciento entre setiembre y diciembre de 2021.

Gráfico 71



Al 13 de diciembre.
Fuente: MEF

En el cuarto trimestre de 2021 el Gobierno peruano realizó colocaciones en el mercado internacional por US\$ 4 000 millones y € 1 000 millones. De la colocación en US dólares, US\$ 3 250 millones correspondió a la primera colocación de bonos sostenibles, mientras que la colocación en euros correspondió a la de un bono social. El ingreso de los bonos se destinará a proyectos clasificados como sostenibles, sociales y verdes bajo el Marco de Bonos Sostenibles aprobado por Resolución Ministerial N° 221-2021-EF/52.

En primer lugar, el 28 de octubre de 2021 se anunció la colocación de tres bonos por un total de US\$ 4 000 millones con vencimientos en los años 2034, 2051 y 2072, aquellos con vencimiento en los años 2024 y 2072 son sostenibles³⁴ y el que vence en 2051 corresponde a una reapertura. Estos bonos que vencen en 2034, 2051 y 2072 obtuvieron tasas cupones de 3,00, 3,55 y 3,60 por ciento, respectivamente y *spreads* similares a los bonos vendidos en marzo de 2021 pero mayores a los colocados en noviembre de 2020. En la subasta, la demanda se ubicó en US\$ 10 000 millones, la cual provino de inversionistas de Estados Unidos (64 por ciento), Europa y África (30 por ciento), América Latina (5 por ciento) y Asia (1 por ciento). El bono global 2051 (reaperturado) se colocó sobre la par y los bonos 2034 y 2072 se vendieron bajo la par.

En segundo lugar, el 10 de noviembre de 2021 se anunció € 1 000 millones de bonos sociales³⁵ con vencimiento en el año 2036 y tasa cupón de 1,95 por ciento. El bono se vendió bajo la par con una tasa de rendimiento de 2,07 por ciento y *spread* sobre el bono

34 Los recursos obtenidos financiarán proyectos y gastos que generen impactos positivos sobre el medio ambiente y promuevan el acceso equitativo y de calidad a los servicios de salud, vivienda y educación.

35 Los ingresos de la venta de los bonos sociales atenderán el gasto social vinculado al apoyo de grupos y personas en situación de vulnerabilidad, acceso a vivienda asequible, educación y servicios esenciales de salud. Asimismo, estos bonos brindarán apoyo a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME) y programas sociales para aliviar y/o prevenir el desempleo.





alemán 2036 de 216 puntos básicos. La demanda provino de inversionistas de Europa (80 por ciento), América (14 por ciento), Asia (2 por ciento) y otras regiones (4 por ciento). Con esta colocación, la curva de rendimiento de bonos globales en euros presentaría un incremento en su plazo residual promedio de 7,7 a 9,7 años y el saldo aumento de € 2 921 a € 3 921 millones.

Cuadro 27

COLOCACIÓN DE BONOS GLOBALES EN EL MERCADO INTERNACIONAL

(En millones)

	Global 2034	Global 2051	Global 2072	Global 2036
Fecha de Subasta	28-Oct-21	28-Oct-21	28-Oct-21	10-Nov-21
Fecha de Emisión	2-Nov-21	2-Nov-21	2-Nov-21	17-Nov-21
Fecha de Vencimiento	15-Ene-34	10-Mar-51	15-Ene-72	17-Nov-36
Plazo	12 años	30 años	50 años	15 años
Tipo	Sostenible		Sostenible	Social
Moneda	Dólares	Dólares	Dólares	Euros
Monto de Emisión	\$2 250	\$750	\$1 000	\$1 000
Tasa Cupón	3,00	3,55	3,60	1,95
Precio	99,165	101,448	96,173	98,453
Tasa de Rendimiento	3,082	3,47	3,770	2,071
Spread sobre Benchmark	150	150	180	216
Calificación Crediticia				
Moody's			Baa1	
Fitch			BBB	
S&P			BBB+	
	Global 2034	Global 2051	Global 2072	Global 2036
Tasa Guía*	Treasury + 155 p.b.	Treasury + 155 p.b.	Treasury + 185 p.b.	Mid Swap+ 175 p.b.
Tasa Treasury/Alemania	1,58	1,96	1,98	-0,09
Tasa Bono Global Dólares	3,18	3,41	3,44	
Tasa Bono Global Euros				1,34
Tasa Bono Soberano	6,54	7,05		
Spread Sobre Benchmark	150	150	180	216

*La tasa guía inicial o Initial Price Talk (IPT) es la tasa que el emisor considera que los inversionistas deberían ofertar. Es la tasa máxima que el emisor está dispuesto a pagar.

Fuente: MEF y Reuters

Al comparar las tasas de los bonos sostenibles y sociales colocados en el mercado internacional durante el cuarto trimestre por el Gobierno peruano con las tasas de los bonos globales de otros países y las tasas del mercado secundario en dólares y euros a plazos similares: (i) el *spread* de la tasa del bono peruano (respecto al bono del Tesoro Americano) en dólares con vencimiento en 2034 es mayor al *spread* de los bonos sostenibles de Chile, debido al mejor rating crediticio chileno; (ii) en cuanto al *spread* del bono peruano que vence en 2051, el *spread* del bono chileno se ubica en 12 puntos básicos menos; por otro lado, los *spreads* de Colombia y México son más altos (ambos bonos sin la características sostenible); (iii) el bono peruano que vence en 2072 se transa con un *spread* por debajo del bono de México, pero superior al *spread* del bono sostenible chileno emitido en setiembre de 2021; y (iv) finalmente el bono peruano en euros con vencimiento en 2036 se negocia con un *spread* por encima de los bonos chileno y alemán, aunque con una tasa de rendimiento inferior al bono de Rusia (con misma calificación crediticia).

Cuadro 28

TASAS DE RENDIMIENTO DEL MERCADO SECUNDARIO

(En millones)

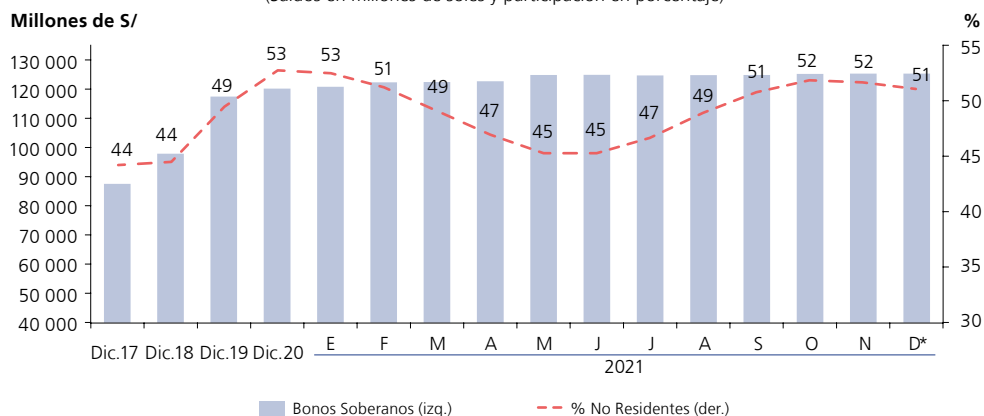
	Tasa	Spread	Rating	Tipo
Tasas en Dólares a 12 años				
Chile 2032	2,60	102	A-	Sostenible
Chile 2033	2,77	119	A-	Sostenible
Perú 2034	3,08	150	BBB	Sostenible
Tasas en Dólares a 30 años				
Colombia 2051	4,87	291	BBB-	Convencional
México 2051	4,21	225	BBB-	Convencional
Chile 2053	3,34	138	A-	Sostenible
Perú 2051	3,47	150	BBB	Convencional
Tasas en Dólares a 50 años				
México 2071	4,21	223	BBB-	Convencional
Chile 2071	3,52	155	A-	Sostenible
Perú 2072	3,77	180	BBB	Sostenible
Tasas en Euros a 15 años				
Rusia 2036	2,43	253	BBB	Convencional
Serbia 2036	2,53	262	A-	Convencional
Chile 2036	1,39	148	A-	Social
México 2036	2,40	249	BBB-	Social
Perú 2036	2,07	216	BBB	Social

El rating corresponde a la empresa calificadoradora Fitch.
Fuente: MEF y Reuters.

El saldo de bonos soberanos nominales ascendió a S/ 125,2 mil millones al 15 de diciembre de 2021. Los inversionistas no residentes incrementaron ligeramente sus tenencias de bonos soberanos en S/ 628 millones entre setiembre y diciembre de 2021, pero en porcentaje del saldo total se mantuvo en 51 por ciento.

Gráfico 72
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

(Saldos en millones de soles y participación en porcentaje)



* Al 15 de diciembre.

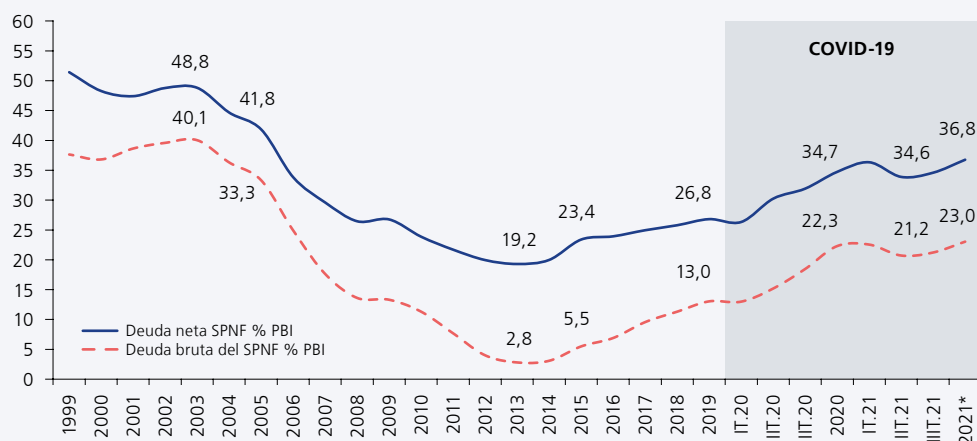
Nota: Hasta febrero excluye los bonos indexados a la inflación, Global Depository Notes (GDN) y transacciones en Euroclear de no residentes. A partir de marzo, se incluye los bonos soberanos nominales y VAC y se excluye los GDN.
Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.



en moneda nacional. En este periodo, los créditos externos disminuyeron de 29,1 a 3,9 por ciento del PBI (en parte por las operaciones de administración de deuda de prepago de deuda con organismos multilaterales, financiado con emisiones de bonos a tasa fija), mientras que los bonos globales lo hicieron de 9,6 a 4,9 por ciento del PBI (en parte como resultado de la promoción del mercado de bonos soberanos).

Los superávits fiscales registrados durante 2003 y 2013, periodo en que la deuda bruta del SPNF disminuyó en 29,6 puntos porcentuales del PBI, permitieron acumular activos, por lo que la reducción de la deuda neta del SPNF fue de 37,3 puntos porcentuales del PBI, superior a la reducción de la deuda bruta, alcanzando su nivel más bajo en 2013 (2,8 por ciento del PBI).

DEUDA BRUTA Y NETA DEL SPNF
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Como resultado de la gestión de activos y pasivos, de la creación de un mercado de deuda a tasa fija y en moneda nacional, de Operaciones de Administración de Deuda (OAD) y el menor nivel de deuda, varios indicadores de deuda mejoraron, reflejando un menor nivel de riesgo. Entre 2003 y 2019 el porcentaje de la deuda en moneda extranjera se redujo de forma importante de 82,0 a 31,8 por ciento, aunque registró un ligero aumento en 2015 por la emisión de bonos globales para prefinanciar gastos de 2016 y por la depreciación del tipo de cambio en dicho año.

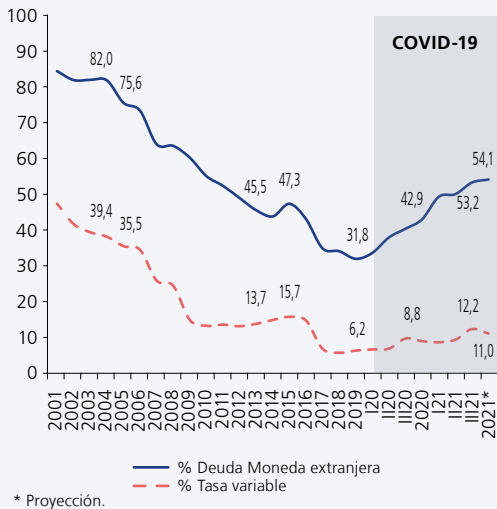
Asimismo, el porcentaje de la deuda a tasa variable disminuyó de 39,4 a 6,2 por ciento, producto del desarrollo del mercado de bonos soberanos y bonos globales, así como por las OAD. En 2009 y 2017 se registraron las mayores caídas en dicho indicador (9,6 y 7,9 puntos porcentuales, respectivamente) producto de las OAD de conversión de tasas y de prepago de deuda. Por su parte, la vida media de la deuda del sector público, reportado por el MEF, aumentó de 7,6 a 12,2 años, en línea con el incremento de la vida media de los bonos soberanos. La mejora en los indicadores, reflejado en una menor deuda en moneda extranjera, menor deuda a tasa variable y mayor vida promedio de la deuda, implicaba un menor riesgo cambiario, de tasa y de refinanciamiento, respectivamente.

Como se indicó, en este desarrollo no sólo influyeron las mejores condiciones macroeconómicas del país, sino también la estrategia de gestión de activos y pasivos, destacando las OAD que permitieron mejorar el perfil de la deuda y aumentar la participación relativa de la deuda en moneda nacional y a tasa fija, y la utilización de la plataforma Euroclear.

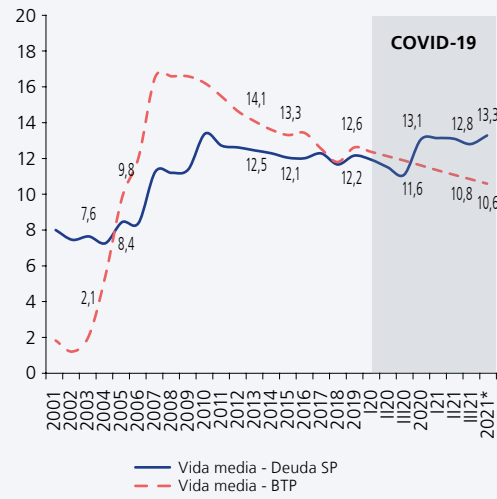




Indicadores de deuda (Porcentaje de la deuda del SPNF)

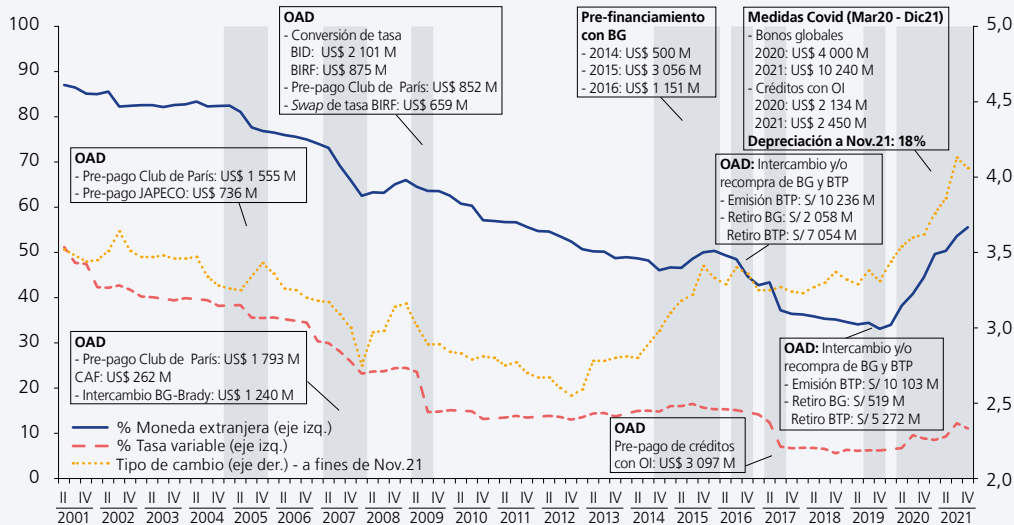


Indicadores de deuda (En años)



* Proyección.

PORCENTAJE DE DEUDA DEL SPNF EN MONEDA EXTRANJERA Y TASA VARIABLE (En porcentaje)



Debido a la pandemia del COVID-19, este panorama cambió. La pandemia del COVID-19 y las medidas de emergencia sanitaria generaron una contracción en la actividad económica y un mayor déficit fiscal, implicando mayores requerimientos financieros, por lo que se recurrió a operaciones de endeudamiento y el uso de activos del SPNF. **En consecuencia, la deuda aumentó de 26,8 a 34,6 por ciento del PBI entre 2019 y setiembre de 2021.**

A setiembre de 2021 la deuda externa representa el 18,3 por ciento del PBI, principalmente por las medidas de financiamiento por los mayores requerimientos por el COVID-19 y el efecto de la depreciación del sol. Cabe indicar que el incremento de la deuda neta en 2020 fue de 9,3 puntos porcentuales del PBI, mayor al de la deuda bruta (7,9 puntos porcentuales del PBI), debido a que también se utilizaron activos para financiar el déficit, en particular de los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), saldos de libre disponibilidad, saldos de balance, fondos y depósitos intangibles.

Entre 2019 y setiembre de 2021, el porcentaje de deuda en moneda extranjera aumentó de 31,8 a 53,2 por ciento, explicado por las emisiones de bonos globales, desembolsos de créditos con organismos internacionales y la depreciación del sol (24,8 por ciento). El porcentaje de la deuda a tasa variable aumentó de 6,2 a 12,2 por ciento, producto de los desembolsos de créditos con organismos internacionales, pactados a la tasa Libor a 3 o 6 meses, así como por la referida depreciación del sol. La vida media de la deuda del sector público se elevó de 12,2 a 12,8 años, debido a las emisiones de nuevas referencias en US dólares con vencimientos a 20, 30, 40 y 100 años, mientras que la vida media de los bonos soberanos disminuyó de 12,6 a 10,8 años, debido a que no se han realizado emisiones de nuevas referencias.

El 28 de octubre, el MEF autorizó la emisión de bonos externos hasta por el equivalente a US\$ 4 000 millones y el 10 de noviembre autorizó la emisión hasta por € 1 000 millones. El día 2 de noviembre se emitieron dos nuevas referencias a 12 y 50 años en US dólares, y la reapertura del bono global 2051, mientras que el 17 de noviembre se emitió una nueva referencia a 15 años en euros.

Luego de estas operaciones, se estima que a fines de 2021 la deuda ascendería a 36,8 por ciento del PBI, ratio mayor en 10,0 puntos porcentuales del PBI al de 2019 y en 2,1 puntos porcentuales del PBI al de 2020. El aumento de la deuda neta entre 2020 y 2021 (0,7 puntos porcentuales del PBI) sería menor que el de la deuda bruta, debido a que una parte de la última emisión de bonos globales se destinará al prefinanciamiento de operaciones de 2022, acumulándose en consecuencia activos de manera temporal.

Asimismo, se estima que a fines de año, la deuda externa y el monto de bonos globales representen el 19,8 y 14,8 por ciento del PBI, respectivamente, explicado por la emisión de bonos globales en noviembre. Para fines de 2021 se estima que el porcentaje de deuda en moneda extranjera y de deuda a tasa variable ascienda a 54,1 y 11,0 por ciento, respectivamente.

Este resultado responde a la estrategia de financiamiento, que se basó en captar recursos en el mercado externo, mediante emisiones de bonos globales y concertación de créditos con organismos internacionales, en un contexto de menor demanda de bonos en el mercado interno, reflejado en las ventas de inversionistas institucionales como las AFP entre 2020 y 2021 -que constituían uno de los principales demandantes de estos instrumentos- para enfrentar sucesivos retiros de fondos de pensiones por efecto de normas que facultaban la disponibilidad de dichos recursos, y las ventas de no residentes en el primer semestre de 2021, como resultado de la situación económica e inestabilidad política.



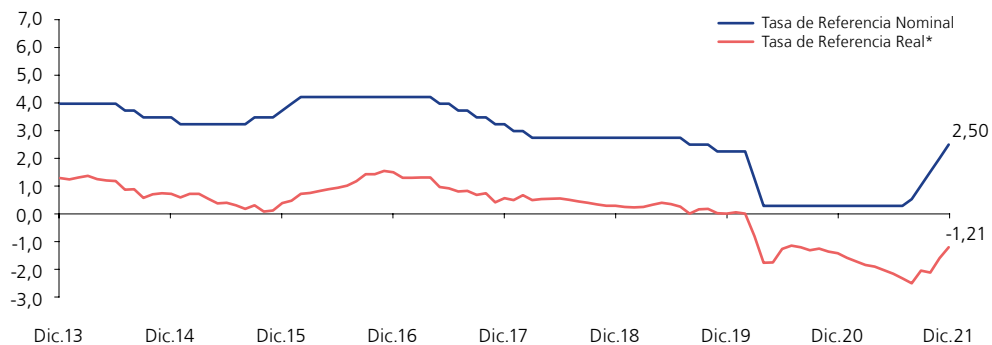
V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

54. El Directorio del BCRP inició en agosto de 2021 el retiro del estímulo monetario, luego de haber mantenido la tasa de interés de referencia de política monetaria en su mínimo histórico de 0,25 por ciento entre marzo de 2020 y julio de 2021. Así, luego de los incrementos de la tasa de referencia de 25 puntos básicos en agosto y de 50 puntos básicos en setiembre, durante las sesiones de política monetaria llevadas a cabo entre octubre y diciembre de 2021, el Directorio del BCRP decidió elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 50 puntos básicos en cada oportunidad, acumulando cinco incrementos. De esta manera, la tasa de interés de referencia pasó de 0,25 por ciento en julio a 2,50 por ciento en diciembre. Estas decisiones han implicado mantener una posición expansiva de la política monetaria, dado que la tasa de interés real de referencia se mantiene en niveles negativos (-1,21 por ciento en diciembre), luego de haber alcanzado un mínimo histórico de -2,53 por ciento en agosto.

La decisión del Directorio del BCRP sobre la tasa de interés de referencia se tomó en un contexto en el que diversos bancos centrales de la región han elevado sus tasas de política desde marzo de 2021 (Ver Recuadro 6).

Gráfico 73
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.

55. Las decisiones de política monetaria de octubre, noviembre y diciembre de 2021 tomaron en consideración que:
- La tasa de inflación a doce meses se incrementó de 5,23 por ciento en setiembre a 5,66 por ciento en noviembre, manteniéndose transitoriamente por encima del rango meta.
 - Los factores que explicaron el incremento de la inflación fueron el aumento de los precios internacionales de insumos alimenticios (granos) y combustibles, así como del tipo de cambio.
 - La tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses se situó dentro del rango meta.
 - Se proyecta que la inflación retornará al rango meta en el segundo semestre de 2022, debido a la reversión del efecto de los factores transitorios sobre la tasa de inflación, y a que la actividad económica se ubicará aún por debajo de su nivel potencial.
 - Las expectativas de inflación a doce meses se incrementaron de 3,6 por ciento en setiembre a 3,7 por ciento en noviembre y para el año 2022 se ubican en 3,5 por ciento, por encima del límite superior del rango meta de inflación.
 - La mayoría de indicadores de expectativas sobre la economía mejoró en setiembre y octubre, pero se deterioró en noviembre, y algunos se ubican en el tramo pesimista en este último mes.
 - La actividad económica mundial se viene recuperando, aunque a menor ritmo por rebrotes de contagios de COVID-19 y la aparición de nuevas variantes y cuellos de botella en la oferta global de bienes y servicios. Se espera que el proceso de recuperación continúe en los próximos trimestres, conforme sigan avanzando la vacunación en el mundo y los programas significativos de estímulo fiscal en países desarrollados.
56. La decisión de la tasa de interés de referencia toma en cuenta las proyecciones de la inflación y sus determinantes, como la evolución de la brecha del producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio, y factores de oferta, como los cambios en los precios relativos de alimentos, que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos³⁶. Cuando la inflación responde a choques significativos y persistentes de oferta, los agentes económicos podrían empezar a otorgar mayor ponderación a la inflación realizada como predictor de la inflación futura. En este sentido, las acciones de política monetaria de los bancos centrales

36 Las expectativas de inflación hacen referencia a la tasa a la que los agentes económicos esperan que aumente el nivel de precios de una economía. Mientras más bajas y estables sean estas expectativas, las empresas y hogares podrán tomar mejores decisiones de precios y salarios. Por tanto, es clave para la política monetaria que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango meta de inflación del Banco Central.





deben procurar evitar que las expectativas de inflación se desvíen de su rango meta, ya que ello podría convertir un alza temporal de la inflación en un proceso más prolongado.

57. En las sesiones de octubre, noviembre y diciembre, el Directorio acordó también modificar las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero bajo la modalidad de ventanilla. De este modo, los niveles vigentes son los siguientes:
- i. Depósitos *overnight*: 1,85 por ciento anual.
 - ii. Operaciones de reporte directas de títulos valores y de moneda, y créditos de regulación monetaria: 3,0 por ciento anual.

Dado que las operaciones de ventanilla deben ser operaciones de última instancia, y que las instituciones financieras deben preferentemente canalizar sus excedentes de liquidez a través del mercado interbancario, los límites de este corredor (inferior y superior) deben inducir a las entidades financieras hacia dicho comportamiento.

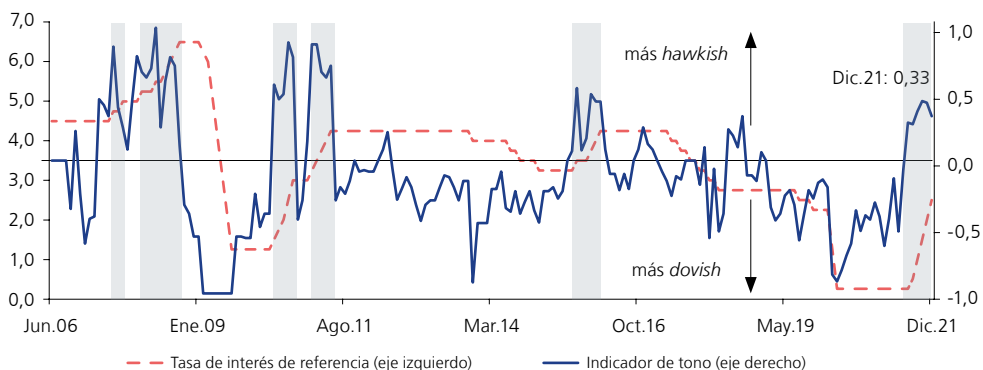
58. En términos de comunicación, desde la nota informativa del Programa Monetario de setiembre, con respecto a la subida de la tasa de interés de referencia, el Directorio del BCRP aclara que *"la presente decisión no implica necesariamente un ciclo de alzas sucesivas en la tasa de interés de referencia"*. Asimismo, tal como en meses previos, el Directorio del BCRP enfatizó en sus notas informativas que *"se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria"*.

Adicionalmente, a partir de la nota informativa de octubre, el Directorio añadió el siguiente enunciado: *"Con la información disponible se estima conveniente mantener la posición de política monetaria expansiva por un periodo prolongado, mediante el retiro gradual del estímulo monetario"*. Esto configura lo que en la literatura económica se conoce como el *forward guidance*, una guía sobre el curso futuro de la política monetaria, el cual es condicional al estado de la economía.

Del mismo modo, el Directorio mantuvo el compromiso de que *"el Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía"* y reiteró que *"los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades"*.

59. Con respecto al tono de la política monetaria, durante el presente año, el indicador de tono usado por el BCRP muestra una postura de retiro de estímulo monetario desde julio, un mes antes al incremento de tasa de interés de agosto. Asimismo, el indicador muestra también que el comunicado de política monetaria ha tomado una postura más favorable al retiro del estímulo monetario en los meses siguientes.

Gráfico 74
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
 (Porcentaje y valor del índice)

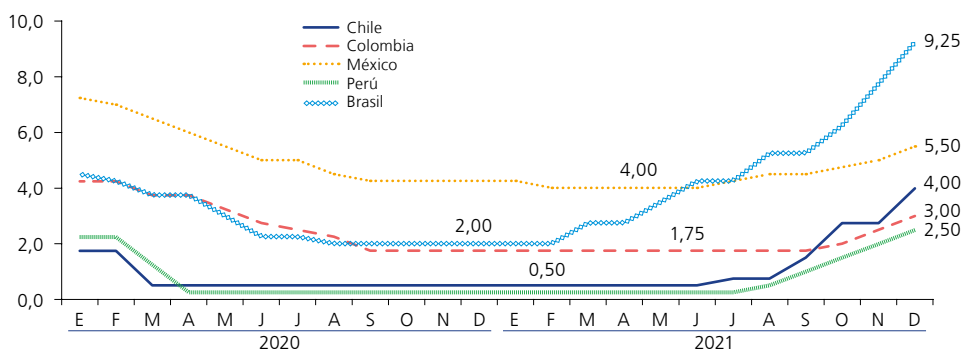


* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva (*hawkish*), mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva (*dovish*). Las áreas sombreadas corresponden a períodos de subida de la tasa de interés.

60. El caso de la política monetaria de Perú se distingue del de otras economías de la región en las que el tránsito hacia una postura menos expansiva se ha dado de una forma más acelerada, en un contexto de presiones inflacionarias y de una recuperación de la actividad económica más rápida que la prevista inicialmente. De hecho, la tasa de interés de política monetaria de Perú de 2,50 por ciento es una de las más bajas de la región.

La postura de retiro del estímulo monetario de bancos centrales de la región ha quedado plasmada en el *forward guidance* incorporado en sus comunicados de política monetaria.

Gráfico 75
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA: DICIEMBRE 2021
 (En porcentaje)



Al 17 de diciembre de 2021.
 Fuente: Bancos centrales.

En el caso de la Fed, si bien la tasa de interés de política se mantiene en niveles mínimos, el 3 de noviembre anunció que en dicho mes comenzaría un recorte en el ritmo de expansión de su balance, con menores compras de activos financieros (de US\$ 120 mil millones a US\$ 105 mil millones desde mediados de noviembre y a US\$ 90 mil millones





desde diciembre), y el 15 de diciembre se comunicó que el ritmo de compras seguiría reduciéndose a partir de enero de 2022 en US\$ 30 mil millones (es decir, a US\$ 60 mil millones dicho mes). De mantenerse este recorte en los siguientes meses, el programa de compras de activos financieros de la Fed finalizaría a finales del primer trimestre de 2022 (a partir de entonces, el tamaño del balance dejaría de incrementarse por este concepto).

Cuadro 29
FORWARD GUIDANCE DE BANCOS CENTRALES 1/

Banco Central	Fecha	TPM (%)	Decisión	Forward Guidance	Proxima Reunión
Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed)	15-dic.-21	0,25	Mantener	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. With inflation having exceeded 2 percent for some time, the Committee expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment. In light of inflation developments and the further improvement in the labor market, the Committee decided to reduce the monthly pace of its net asset purchases by \$20 billion for Treasury securities and \$10 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning in January, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$40 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$20 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook.	26-ene.-22
Banco Central Europeo (BCE)	16-dic.-21	0,00	Mantener	In support of its symmetric 2% inflation target and in line with its monetary policy strategy, the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching 2% well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at 2% over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target.	03-feb.-22
Banco de Inglaterra (BoE)	16-dic.-21	0,25	+15 pbs	The MPC's remit is clear that the inflation target applies at all times, reflecting the primacy of price stability in the UK monetary policy framework. The framework also recognises that there will be occasions when inflation will depart from the target as a result of shocks and disturbances. In the recent unprecedented circumstances, the economy has been subject to very large shocks. Nevertheless, near-term uncertainties remain, especially around the outlook for the labour market, and the extent to which domestic cost and price pressures persist into the medium term.	03-feb.-22
Banco de Japón (BoJ)	17-dic.-21	-0,10	Mantener	The Bank will continue with Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control, aiming to achieve the price stability target of 2 percent, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner. It will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed CPI (all items less fresh food) exceeds 2 percent and stays above the target in a stable manner.	17-ene.-22
Banco de Canadá (BoC)	8-dic.-21	0,25	Mantener	The Governing Council judges that in view of ongoing excess capacity, the economy continues to require considerable monetary policy support. We remain committed to holding the policy interest rate at the effective lower bound until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In the Bank's October projection, this happens sometime in the middle quarters of 2022. We will provide the appropriate degree of monetary policy stimulus to support the recovery and achieve the inflation target.	26-ene.-22
Banco Central de Brasil	8-dic.-21	9,25	+150 pbs	The Committee considers that, given the increase in its inflation projections and in the risk of a deanchoring of long-term expectations, it is appropriate to advance the process of monetary tightening significantly into the restrictive territory. The Committee will persist in its strategy until the disinflation process and the expectation anchoring around its targets consolidate. For the next meeting, the Committee foresees another adjustment of the same magnitude. The Copom emphasizes that its future policy steps could be adjusted to ensure the convergence of inflation towards its targets and will depend on the evolution of economic activity, on the balance of risks, and on inflation expectations and projections for the relevant horizon for monetary policy.	02-feb.-22
Banco Central de Chile (BCCh)	14-dic.-21	4,00	+125 pbs	El Consejo prevé que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su nivel neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política monetaria. Esto ayudará a que la economía resuelva los desequilibrios que ha acumulado, los que han contribuido al rápido aumento de la inflación. Con ello la brecha de actividad se cerrará gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios.	26-ene.-22
Banco de la República de Colombia	17-dic.-21	3,00	+50 pbs	Las expectativas de inflación han aumentado y se ubican por encima de la meta de 3%, incluso a mediano plazo. Ello implica el riesgo de inducir procesos de indexación a mayores niveles de inflación. La autoridad monetaria reitera su compromiso con la meta de inflación de 3% anual, y seguirá tomando las decisiones requeridas para asegurar la convergencia de la inflación hacia dicha meta.	28-ene.-22
Banco Central de México (Banxico)	16-dic.-21	5,50	+50 pbs	En las siguientes decisiones de política monetaria la Junta de Gobierno vigilará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias, así como el de todos los factores que inciden en la trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas. Ello con el objetivo de determinar una tasa de referencia que sea congruente en todo momento con la trayectoria requerida para propiciar tanto la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3% en el plazo en el que opera la política monetaria, como un ajuste adecuado de la economía y de los mercados financieros.	10-feb.-22
Banco Central de Reserva del Perú	09-dic.-21	2,50	+50 pbs	El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. Con la información disponible se estima conveniente mantener la posición de política monetaria expansiva por un periodo prolongado, mediante el retiro gradual del estímulo monetario. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.	06-ene.-22

1/ Al 17 de diciembre.

Medidas adicionales del BCRP ante la pandemia del COVID-19

61. El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 58,7 mil millones al cierre de setiembre a S/ 56,6 mil millones al 13 de diciembre, principalmente por la amortización de repos de cartera con garantía estatal del programa Reactiva Perú (S/ 3 998 millones). Este saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 6,7 por ciento del PBI, de los cuales S/ 39,8 mil millones corresponden al monto liquidado de repos de cartera de crédito con garantía estatal.

En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez es 7,2 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,8 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

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

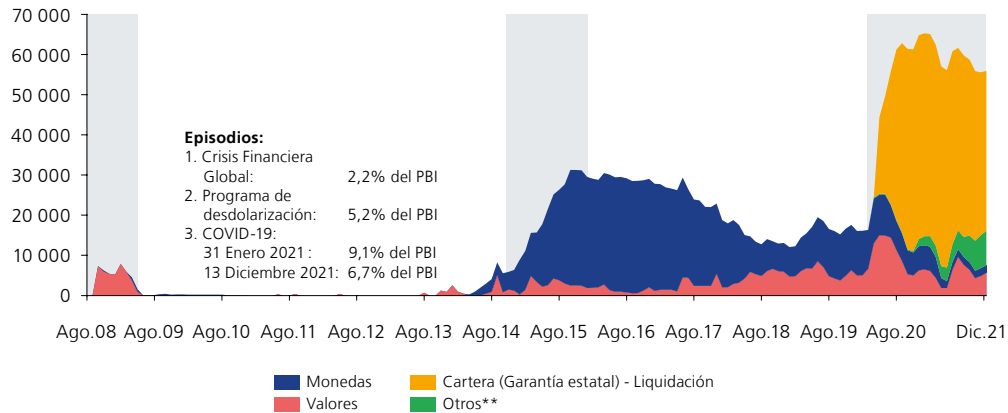
Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Otros*	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct.08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov.08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic.08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Ene.09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb.09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar.09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic.14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar.15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun.15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set.15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic.15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
Crisis COVID-19	Feb.20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
	Mar.20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Apr.20	13 015	10 030	0	0	0	250	23 295
	May.20	15 060	10 145	0	0	19 017	260	44 482
	Jun.20	14 947	8 095	0	0	24 338	260	47 640
	Sep.20	8 604	5 895	0	0	47 002	304	61 805
	Dec.20	6 309	5 970	0	0	50 729	1 785	64 793
	Jan.21	6 554	6 030	0	0	50 497	2 258	65 339
	Mar.21	4 454	2 430	0	0	49 907	2 812	59 603
	Jun.21	6 476	1 922	0	0	47 968	4 408	60 774
	Set.21	6 470	1 842	0	0	43 770	6 590	58 672
	Oct.21	4 383	1 902	0	0	42 283	7 489	56 057
	Nov.21	4 913	1 942	0	0	40 475	8 251	55 581
Dic.21*	5 663	2 642	0	0	39 772	8 529	56 606	

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

** Al 15 de setiembre.



Gráfico 76
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



*Al 13 de diciembre.

** 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.

62. El saldo máximo de operaciones de inyección se registró a fines de enero de 2021. A partir de entonces este se ha venido reduciendo, dado que las amortizaciones del programa Reactiva Perú implican una disminución en el saldo de repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional. Esta dinámica ha sido compensada parcialmente por otros programas como repos de reprogramación de créditos y repos de expansión del crédito a largo plazo, en adición a las compras de bonos del Tesoro Público. Por otro lado, las reprogramaciones de créditos en el marco de Reactiva Perú han servido para ampliar el plazo de las operaciones de inyección.

Cuadro 31
PROGRAMAS DE INYECCIÓN DE LIQUEZ
(En miles de millones de soles)

Programa	Dic.19	Dic.20	Ene.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21*
Repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional	0	50,7	50,5	48,0	43,8	42,1	40,5	39,8
del cual: saldo de repos para reprogramación	0	0,0	0,0	0,0	9,2	12,3	13,3	13,3
Repos de reprogramación de créditos	0	0,5	1,1	2,5	4,2	4,8	4,8	4,8
Repos de expansión del crédito a largo plazo	0	0	0,2	0,2	2,2	3,3	4,8	5,2
Compra de Bonos del Tesoro Público	0	1,3	1,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Resto**	17,4	12,2	12,1	8,0	6,3	3,7	3,4	4,7
Total	17,4	64,8	65,3	60,8	58,7	56,1	55,6	56,6

* Al 13 de diciembre.

** Repos regulares.

63. Al 15 de diciembre de 2021, del saldo total de repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional de S/ 39,7 mil millones, S/ 13,5 mil millones corresponden a las reprogramaciones del programa Reactiva Perú, dispuestas por el Decreto de Urgencia N° 026-2021 del 5 de marzo de 2021 (y sus modificaciones). La mayor parte de las reprogramaciones se ubica en el tramo con garantía estatal de 90 por ciento.

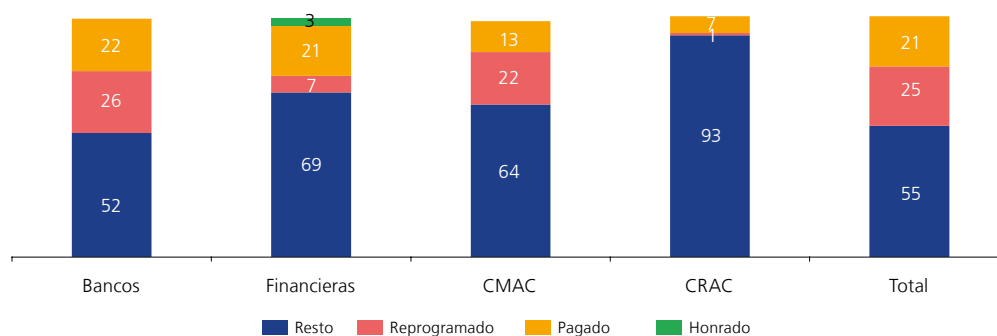
Cuadro 32
SALDO DE REPOS DE CRÉDITO CON GARANTÍA DEL GOBIERNO NACIONAL*
 (En miles de millones de soles)

% Garantía	Estado	Bancos	Financieras	CMAC	CRAC	Total
80	Original	9,1	--	--	--	9,1
	Cancelado	4,2	--	--	--	4,2
	Neto	4,9	--	--	--	4,9
	del cual: Reprogramado	1,4	--	--	--	1,4
90	Original	23,1	--	0,1	--	23,2
	Cancelado	5,3	--	0,0	--	5,3
	Neto	17,8	--	0,1	--	17,9
	del cual: Reprogramado	6,3	--	0,0	--	6,3
95	Original	12,6	0,0	0,8	0,1	13,5
	Cancelado	1,9	0,0	0,1	0,0	2,0
	Neto	10,7	0,0	0,6	0,1	11,5
	del cual: Reprogramado	3,9	--	0,1	0,0	4,1
98	Original	4,3	0,2	1,7	0,2	6,4
	Cancelado	0,6	0,1	0,2	0,0	1,0
	Neto	3,6	0,2	1,4	0,2	5,4
	del cual: Reprogramado	1,2	0,0	0,5	--	1,7
Total	Original	49,1	0,2	2,6	0,3	52,2
	Cancelado	12,0	0,1	0,4	0,0	12,5
	Neto	37,0	0,2	2,2	0,3	39,7
	del cual: Reprogramado	12,8	0,0	0,6	0,0	13,5

Nota: Las reprogramaciones corresponden a los montos liquidados y a las solicitudes por liquidar.
 * Información al 15 de diciembre.

Cabe mencionar que al 24 de noviembre, S/ 7,1 millones (equivalente al 0,014 por ciento del saldo original total de repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional) ha requerido la honra de la garantía debido a incumplimientos de los pagos de las empresas beneficiarias en el marco del programa Reactiva Perú.

Gráfico 77
COMPOSICIÓN DE REPOS POR PROGRAMA REACTIVA PERÚ POR ENTIDAD
 (En porcentaje del total original)

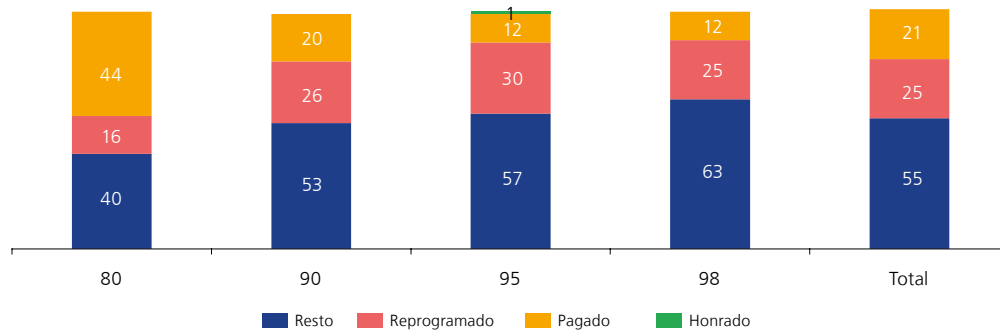


Al 24 de noviembre.

La honra de la garantía se ha invocado en aquellos repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional cuyos créditos tienen el 95 por ciento de cobertura.



Gráfico 78
COMPOSICIÓN DE REPOS POR PROGRAMA REACTIVA PERÚ POR PORCENTAJE DE GARANTÍA
 (En porcentaje del total original)



Al 24 de noviembre.

64. Desde julio de 2020 el BCRP realizó operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de crédito a través de las cuales las entidades financieras obtuvieron liquidez para la reprogramación de los créditos de sus clientes en plazos entre 6 y 48 meses y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente. Dicho programa finalizó el 5 de octubre de 2021, luego de cumplir con su objetivo de reducción de tasas de interés y de provisión de liquidez. Al 13 de diciembre de 2021, el saldo neto vigente de repos de reprogramación asciende a S/ 4 813 millones, de los cuales, S/ 4 156 millones corresponde a repos de cartera bajo el esquema alternativo y S/ 657 millones a repos de valores.
65. Adicionalmente, se continuó con la colocación de *swaps* de tasas de interés (STI) entre 3 y 9 meses (instrumentos que fueron creados en diciembre de 2020). Los STI son instrumentos derivados denominados en moneda nacional, en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable, a cambio del compromiso de la entidad participante de pagar una tasa de interés fija. La tasa de interés variable es igual a la capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION), mientras que la tasa de interés fija es la tasa ofrecida por la entidad financiera en la subasta o la tasa de interés establecida por el BCRP en la colocación directa. Estas operaciones contribuyen al calce de plazos, en un contexto de expectativa de subida de tasas de interés, y también al desarrollo del mercado de *swaps* en soles. El saldo de STI al 13 de diciembre asciende a S/ 21 370 millones, de los cuales S/ 2 100 millones corresponden a STI a 3 meses, S/ 12 550 millones a 6 meses y S/ 6 520 millones a 9 meses.
66. Mediante la Circular N° 028-2021-BCRP del 6 de octubre de 2021, se incluyó la modalidad de *Swaps* Cambiarios Venta del BCRP (SCV) con tasa de interés fija en soles. Esta modificación tuvo como objetivo incrementar las modalidades de instrumentos derivados para intervención cambiaria, en un contexto de expectativas de incrementos en la tasa de interés de referencia de la política monetaria.

A diferencia del SCV a tasa variable, en el que el BCRP recibe de la entidad participante una tasa de interés variable en soles calculada como la capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION), en el caso del SCV de la nueva modalidad, el BCRP recibe el pago de una tasa fija. En ambos casos el BCRP paga a la entidad financiera una tasa de interés fija en dólares (variable de asignación en las subastas) más la variación del tipo de cambio.

Por su parte, los STI permiten a las entidades participantes cubrir su exposición al ION proveniente de los SCV a tasa variable. En este caso la entidad participante recibe ION en el STI y paga ION en el SCV, dado que en los STI, el BCRP recibe una tasa de interés fija en soles y paga a las entidades participantes una tasa de interés variable en soles. Sin embargo, en un contexto de apetito por SCV, la demanda de este instrumento cambiario estaba condicionada al monto del STI que las entidades participantes podían adjudicarse en las subastas del día.

Para la entidad participante, el SCV a tasa fija es equivalente a asignarse un SCV a tasa variable y, simultáneamente, asignarse directamente un STI al mismo plazo.

67. Por el lado de la esterilización monetaria, el BCRP ha continuado realizando colocaciones de certificados a tasa variable (CDV BCRP). Este instrumento, que originalmente se creó en 2010, fue reactivado, por primera vez desde 2015, a partir del 18 de agosto de 2021, para ofrecer a las entidades financieras una cobertura contra el riesgo de aumento de tasas de interés. Al 13 de diciembre el saldo de CDV BCRP se ubica en S/ 9 997 millones.
68. El 26 de octubre de 2021 el BCRP publicó la Circular N° 031-2021-BCRP, que elevó los requerimientos de encaje en moneda nacional a partir del periodo de noviembre de 2021. Esta modificación tuvo el objetivo de complementar los incrementos de la tasa de interés de referencia, y con ello reforzar el control monetario, en la misma línea que la modificación al régimen de encaje en moneda nacional que se aprobó a fines de agosto de 2021.

Específicamente, se aprobó el aumento del encaje mínimo legal a 4,5 por ciento en noviembre de 2021, a 4,75 por ciento en diciembre de 2021 y a 5,0 por ciento desde enero de 2022. De esta manera, el requerimiento de encaje será el máximo entre (i) aquel que resulte de aplicar la tasa de encaje del periodo base (julio de 2021) a las obligaciones sujetas a encaje hasta el nivel del periodo base, y de una tasa de encaje marginal de 25 por ciento sobre el aumento del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) con respecto al periodo base y (ii) el encaje mínimo legal correspondiente al periodo de evaluación.

Cuadro 33
ELEVACIÓN DE TASAS DE ENCAJE EN SOLES
(En porcentaje)

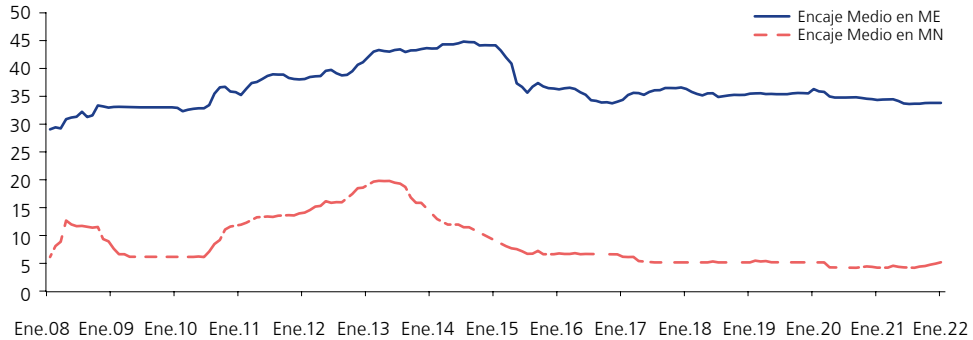
	Ago.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Ene.22
Tasa de encaje mínimo legal en soles	4,0%	4,0%	4,0%	4,50%	4,75%	5,0%
Tasa de encaje mínimo para el nivel de cuenta corriente en soles	0,75%	0,75%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Tasa de encaje marginal en soles	-	25%	25%	25%	25%	25%
Tasa de encaje medio mínima en soles	4,0%	4,0%	4,25%	-	-	-
Tasa media máxima del Régimen General	-	-	-	6,0%	6,0%	6,0%

Fuente: BCRP.

Adicionalmente, a partir de noviembre de 2021 rige un encaje medio máximo equivalente al 6,0 por ciento del flujo del TOSE del periodo de evaluación. Este requerimiento de encaje máximo permitirá mantener una baja dispersión en las tasas medias de encaje entre entidades financieras.



Gráfico 79
TASA DE ENCAJE EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(Porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)

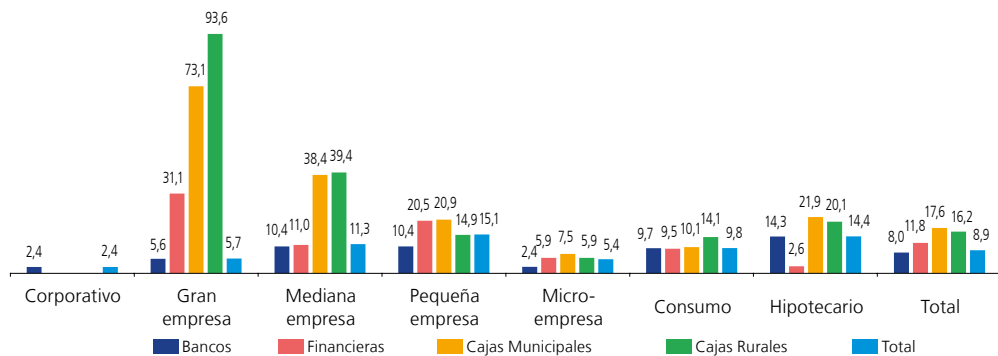


Nota: Datos estimados para noviembre de 2021, diciembre de 2021 y enero de 2022.

69. El saldo de reprogramaciones de crédito de las sociedades de depósitos ha continuado disminuyendo. En efecto, el saldo total de créditos reprogramados a octubre de 2021 es inferior en S/ 93 mil millones al observado en junio de 2020 (S/ 128 mil millones, equivalente al 35,6 por ciento de la cartera), lo cual se explica por el pago de las reprogramaciones en línea con la reapertura de las actividades económicas.

Al 31 de octubre de 2021 las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) mantienen un saldo de créditos reprogramados de alrededor de S/ 35 mil millones, equivalentes al 8,9 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias. Asimismo, a octubre de 2021 se encuentra reprogramado el 15,1 por ciento de la cartera de pequeñas empresas, el 5,4 por ciento de la cartera de microempresas y el 9,8 por ciento de la cartera de consumo. Las entidades especializadas en microfinanzas tienen reprogramadas al menos el 16,0 por ciento de sus carteras.

Gráfico 80
CRÉDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS:1/ OCTUBRE 2021
(Porcentaje del total de créditos)



1/ Bancos, financieras, cajas municipales y cajas rurales.
Fuente: Balances de comprobación de sociedades depositarias.

70. En adición a las reprogramaciones realizadas en el marco de la normativa de la SBS durante el Estado de Emergencia, se han registrado reprogramaciones pertenecientes a programas

de apoyo al crédito con garantía estatal como Reactiva Perú y FAE MYPE, y también en el marco de garantía estatal a reprogramaciones como el programa de Garantías COVID-19. Dentro de estas últimas reprogramaciones destacan aquellas realizadas dentro del programa Reactiva Perú, las cuales representan casi el 9 por ciento del crédito total a empresas, por encima, incluso del saldo de reprogramaciones en el marco del Estado de Emergencia.

Cuadro 34
CRÉDITOS REPROGRAMADOS A OCTUBRE DE 2021
(Porcentaje del total de créditos por segmento)

	Estado de Emergencia	Reactiva Perú	FAE Mype	Garantías Covid y otros 1/
Empresas	8,3	8,9	0,1	--
Corporativo y gran empresa	4,6	0,0	--	--
Mediana Empresa	11,1	16,0	0,0	0,0
Pequeña Empresa	15,3	8,8	0,5	0,0
Microempresa	5,4	1,8	0,3	0,0
Personas	11,5	--	--	0,1
Consumo Revolvente	15,0	--	--	0,1
Consumo No Revolvente	8,0	--	--	0,2
Hipotecario	14,3	--	--	0,0

--: La reprogramación no aplica a ese segmento de crédito.

1/ Ley N° 31050.

Fuente: Registro Consolidado de Créditos (RCC).

71. Entre otras medidas dispuestas por el Poder Ejecutivo referentes a garantías crediticias o reprogramación de créditos en el marco de programas de apoyo a las MYPE, el 29 de setiembre se publicó el Decreto de Urgencia N° 091-2021 por el cual se amplió el plazo de acogimiento de las reprogramaciones en el marco de los programas Reactiva Perú y FAE MYPE hasta el 31 de diciembre de 2021. Adicionalmente, en el mismo dispositivo se amplió el plazo de acogimiento a los programas FAE Agro, FAE Turismo y PAE MYPE hasta el 31 de marzo de 2022.

Operaciones Monetarias

72. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre agosto y noviembre. Para ello, el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento neto de CD BCRP (S/ 18 351 millones), de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 7 474 millones) y de CDR BCRP (S/ 4 422 millones), y la liquidación neta de Repos de Cartera (S/ 3 287 millones) y de Repos de Monedas (S/ 70 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por la colocación neta de CDV BCRP (S/ 8 925 millones), la amortización de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 4 688 millones), el vencimiento neto de Repos de Valores (S/ 2 812 millones) y el vencimiento neto de depósitos del Tesoro Público a plazo (S/ 198 millones).

Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 57 646 millones en agosto a S/ 53 503 millones a fines de noviembre 2021, mientras que el saldo de CD BCRP, CDV BCRP y CDR BCRP pasó de S/ 40 836 millones en agosto a S/ 26 987 millones en noviembre.



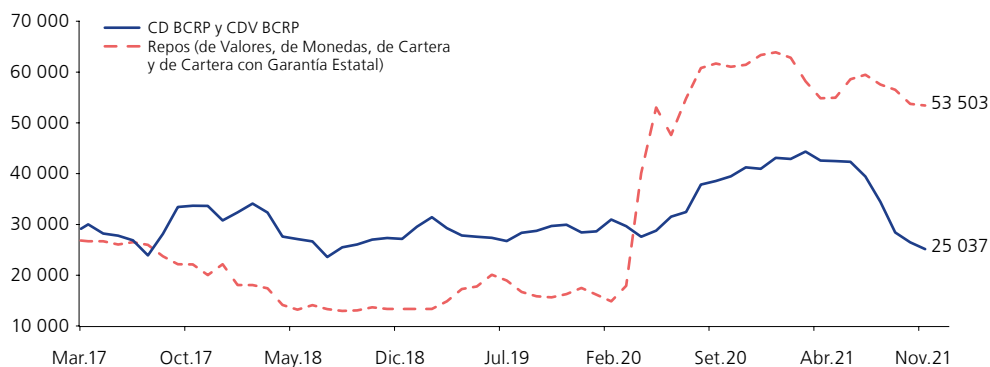


Cuadro 35
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.20	Ago.21	Nov.21	Dic.20	Ago.21	Nov.21
Esterilización Monetaria						
1. CD BCRP	41 067	33 014	14 663	0,74	0,42	0,81
2. CDR BCRP	6 392	6 372	1 950	0,18	0,42	0,57
3. CDV BCRP	-	1 450	10 375	-	-	-
4. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	43 714	26 573	19 100	0,23	0,44	1,97
Inyección Monetaria						
5. Repos de Monedas	5 970	1 872	1 942	2,80	1,79	1,82
6. Repos de Valores 1/	6 309	7 725	4 913	1,09	0,61	1,52
7. Repos de Cartera	464	2 886	6 173	0,50	0,50	1,16
8. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	50 729	45 163	40 475	0,50	0,50	0,50
9. Subastas de fondos del Tesoro Público	200	4 665	4 467	3,18	0,53	1,83
Memo						
Repos de Reprogramación de Cartera con Garantía Estatal	-	6 445	13 169	0,50	0,50	0,50
Repos de Reprogramación de Créditos	497	3 285	4 816	0,50	0,51	0,69
- Repos de Valores	34	449	657	0,50	0,53	0,79
- Repos de Cartera	463	2 836	4 158	0,50	0,50	0,68
Repos de Expansión de Crédito de Largo Plazo	-	295	4 810	-	0,54	1,87
- Repos de Valores	-	245	2 595	-	0,50	1,68
- Repos de Cartera	-	50	2 015	-	0,75	2,09
- Repos de Moneda	-	-	200	-	-	2,00
Swap de Tasa de Interés	-	3 450	22 470	-	0,82	1,62
Swap Cambiario Venta (Tasa Fija)	-	-	13 479	-	-	0,53
Swap Cambiario Venta (Tasa Variable)	8 135	26 430	23 874	0,20	0,32	0,34

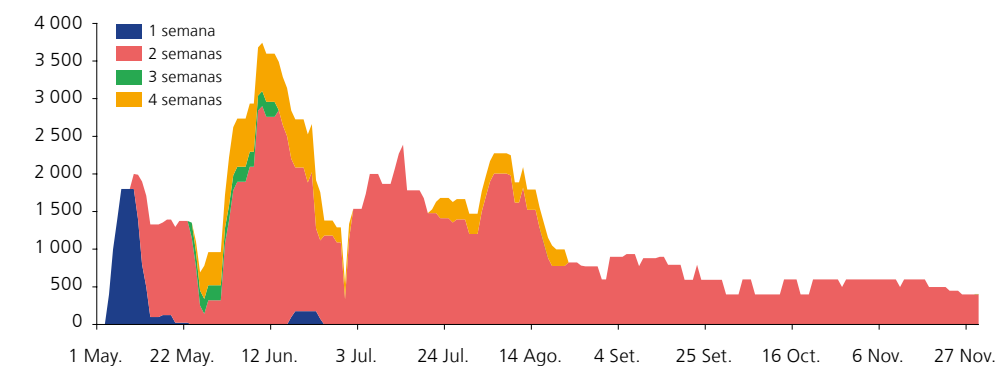
* Se considera el monto desembolsado del instrumento a la fecha 30 de noviembre de 2021. Las tasas corresponden a las operaciones de reporte con las ESF, y los créditos ligados a estas tuvieron una tasa de 1,40 por ciento.
1/ No considera las Repo de Valores para proveer moneda extranjera.

Gráfico 81
SALDO DE OPERACIONES REPO, CD BCRP Y CDV BCRP
(En millones de soles)



Como medida adicional para atender los requerimientos de liquidez en dólares, en mayo de 2021 el BCRP reactivó las operaciones de reporte de valores a cambio de moneda extranjera, las cuales había realizado previamente en diciembre de 2020. Paulatinamente el plazo de estas operaciones se fue elevando de 1 a 4 semanas; y actualmente el único plazo con saldo positivo es el de 2 semanas. Asimismo, el saldo de estas operaciones se ha venido reduciendo gradualmente en los últimos meses, y al 30 de noviembre de 2021 este asciende a US\$ 400 millones.

Gráfico 82
SALDO DE REPOS DE VALORES - MONEDA EXTRANJERA*
 (En millones de dólares)



* Al 30 de noviembre.

Al 30 de noviembre de 2021 el saldo de las operaciones de reporte representó el 14,3 por ciento de los activos netos del BCRP, menor al 15,9 por ciento en agosto de 2021. Por el lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del sector público aumentaron su participación de 21,5 por ciento en agosto a 26,8 por ciento en noviembre de 2021. Por su parte, los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 18,6 por ciento en agosto a 12,4 por ciento en noviembre de 2021. Además, el circulante disminuyó su participación de 22,2 por ciento en agosto a 21,6 por ciento en noviembre.

Cuadro 36
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
 (Como porcentaje de los Activos Netos)

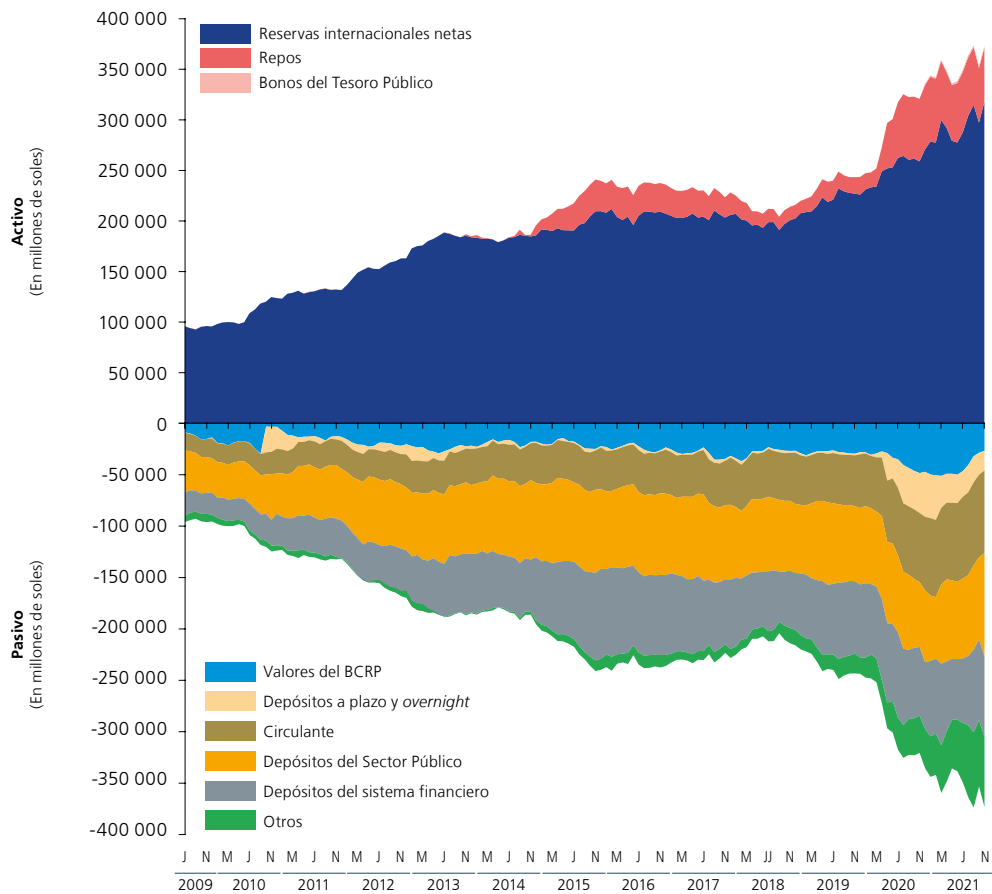
	Dic.20	Ago.21	30 Nov.21
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	80,7%	83,6%	85,1%
	(US\$74 706 mills.)	(US\$74 424 mills.)	(US\$78 218 mills.)
Repos	18,9%	15,9%	14,3%
Bonos soberanos	0,4%	0,6%	0,6%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	20,7%	21,5%	26,8%
En moneda nacional	17,4%	18,7%	24,7%
En moneda extranjera	3,3%	2,8%	2,1%
2. Depósitos totales del sistema financiero	19,3%	18,5%	21,1%
En moneda nacional	4,3%	3,4%	3,3%
En moneda extranjera	15,0%	15,1%	17,7%
3. Instrumentos del BCRP	27,2%	18,6%	12,4%
CD BCRP	12,3%	9,1%	3,9%
CDV BCRP	0,0%	0,4%	2,8%
CDR BCRP	1,9%	1,8%	0,5%
Depósitos a Plazo	10,6%	6,1%	4,3%
Depósitos overnight	2,4%	1,2%	0,8%
4. Circulante	21,4%	22,2%	21,6%
5. Otros*	11,4%	19,2%	18,2%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.



El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, al 30 de noviembre de 2021 los activos del BCRP ascienden a S/ 373 147 millones, equivalente a 44,0 por ciento del PBI, mayor al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del BCRP, principalmente en moneda extranjera.

Gráfico 83
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2009-2021



La mayor inyección a plazos largos se refleja en el aumento del plazo residual de estas operaciones tras la declaración del Estado de Emergencia. Las colocaciones de repos con garantía estatal con plazos de hasta 4 años como parte del programa Reactiva Perú en 2020 resultaron en un incremento del plazo residual de las operaciones de inyección de 112 días en febrero de 2020 a un máximo de 816 días en octubre de 2020.

Tras la culminación del programa, el plazo residual de estas operaciones empezó a reducirse paulatinamente hasta mediados de 2021, momento a partir del cual comenzó a aumentar nuevamente por las mayores colocaciones de repos de valores y cartera a plazos largos (entre 1 y 4 años), las que estuvieron asociadas a las operaciones condicionadas a la expansión del crédito de largo plazo y las reprogramaciones de Reactiva Perú. Así, el plazo residual de estas operaciones aumentó de 577 días en julio a 751 días en noviembre de 2021.

Asimismo, el BCRP ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos, con lo cual el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero de 2020 a 35 días en noviembre de 2021.

Gráfico 84
PLAZO RESIDUAL DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En días)

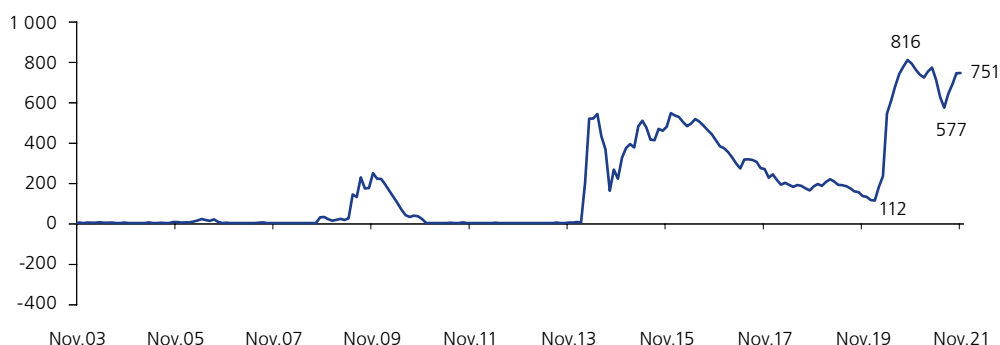
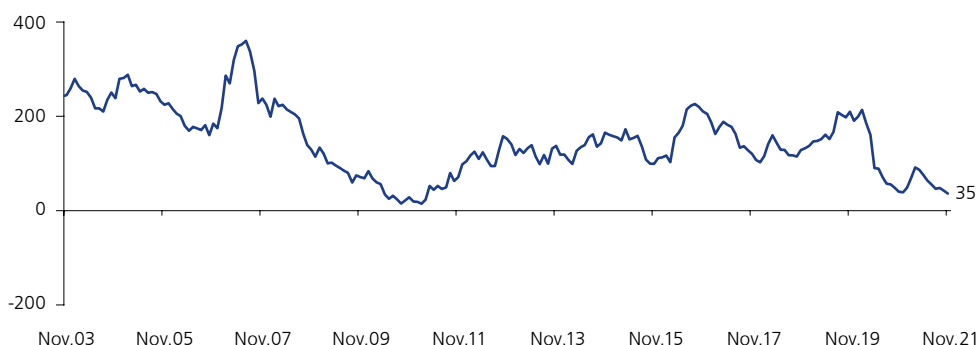


Gráfico 85
PLAZO RESIDUAL DE OPERACIONES DE ESTERILIZACIÓN DEL BCRP
(En días)



Mercados financieros

73. Las tasas de interés en soles a corto plazo y de menor riesgo crediticio aumentaron entre setiembre y diciembre, influenciadas por los incrementos de la tasa de interés de política monetaria por parte del BCRP, y el aumento en la tasa de encaje medio en moneda nacional desde setiembre. La tasa de interés interbancaria *overnight* convergió inmediatamente a los nuevos niveles de referencia (1,50 por ciento en octubre, 2,0 por ciento en noviembre y 2,50 por ciento en diciembre). En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses, estas aumentaron en promedio 121 y 104 puntos básicos, respectivamente, entre setiembre y diciembre de 2021.

Por su parte, la mayoría de segmentos de crédito presenta mayores tasas de interés entre setiembre y diciembre de 2021, entre los cuales destacan los créditos de consumo,

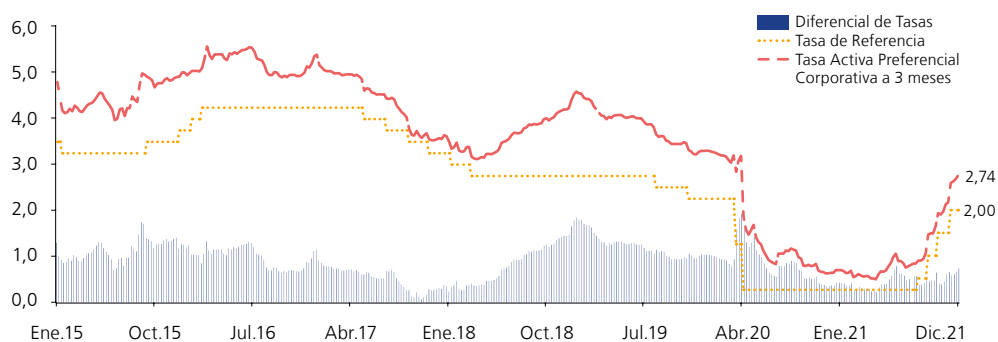


pequeñas y grandes empresas. De otro lado, el sector de microempresas presenta el menor incremento en su tasa de interés respecto a setiembre (37 puntos básicos) asociado al ajuste que han realizado algunas entidades bancarias para cumplir con el tope a las tasas de interés³⁷.

Las tasas de interés pasivas también han incorporado el impacto del aumento gradual en la tasa de interés de referencia pero a un ritmo menor respecto a las tasas activas. En el caso de las tasas pagadas a las personas, estas son mayores en el mes y en el trimestre (14 y 55 puntos básicos, respectivamente), pero presentan un menor incremento en relación a la de los depósitos de las empresas (28 y 111 puntos básicos en el mes y en el trimestre, respectivamente). De otro lado, entre setiembre y diciembre la tasa de interés promedio de los depósitos de CTS ha disminuido de 2,9 a 2,1 por ciento, y en 2021 acumula un incremento de 18 puntos básicos asociado a la mayor competencia entre las empresas bancarias para captar fondos.

Cabe indicar que diversos estudios indican que el efecto traspaso y la velocidad de ajuste de las tasas pasivas es incompleto, y este disminuye mientras mayor sea la duración de los depósitos a plazo. De acuerdo a Pérez (2021)³⁸, durante el periodo comprendido entre setiembre de 2010 y febrero de 2020, se estima una elevada y significativa efectividad de la trasmisión de la política monetaria al resto de tasas de interés del sistema financiero. Asimismo, los cambios en la tasa de interés de política se trasladan al resto de tasas de interés, en una proporción mayor o igual a 0,5, y luego de 1 año en un rango entre 0,75 y 1,00, indicando un efecto traspaso cercano al 100 por ciento.

Gráfico 86
**TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS
Y TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCRP**
(En porcentaje)



Al 13 de diciembre.
Fuente: BCRP y SBS.

- 37 El 1 de noviembre de 2021 entraron en vigencia los nuevos tope a las tasas de interés en moneda nacional y extranjera para los créditos de consumo, crédito de consumo de bajo monto y crédito para las pequeñas y micro empresas. Así, la tasa en soles se actualizó a 41,8 por ciento (del nivel anterior de 41,7 por ciento), mientras que en dólares el nuevo tope disminuyó a 33,04 por ciento (del nivel anterior de 34,19 por ciento).
- 38 Pérez, Fernando, 2021. "Transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero" Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, N° 186, páginas 4-8.

Cuadro 37
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
 (En porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Prom. Hist. /2
Pasivas										
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	2,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,9	2,0	3,2
TIPMN	2,3	2,1	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0	2,2
FTIPMN	1,5	1,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,9	1,7
Depósitos hasta 30 días	2,3	2,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	1,5	2,9
Personas	1,6	1,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,6	2,3
Empresas	2,3	2,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	1,5	2,9
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	2,5	0,7	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7	1,9	3,2
Personas	1,8	1,7	1,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,8	1,7
Empresas	2,8	2,5	0,7	0,2	0,2	0,2	0,4	0,8	2,0	3,3
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	2,7	1,0	0,3	0,4	0,3	0,5	1,0	2,2	3,3
Personas	2,3	2,2	1,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	2,3
Empresas	3,1	2,8	1,0	0,3	0,3	0,2	0,5	1,0	2,3	3,5
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	3,0	1,8	1,1	0,7	0,7	0,8	1,6	2,5	3,6
Personas	3,3	2,9	2,5	1,6	1,3	1,3	1,4	1,4	2,6	3,5
Empresas	3,3	3,1	1,3	0,7	0,4	0,5	0,6	1,6	2,5	3,7
CTS	2,2	3,7	2,8	3,0	1,9	2,5	2,4	2,9	2,1	3,1
Activas										
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	2,8	0,9	0,8	0,7	0,5	0,9	1,5	2,7	4,0
TAMN	14,4	13,7	12,2	12,6	12,1	11,2	10,7	10,5	11,0	15,9
FTMAN	18,2	16,0	8,8	12,5	17,6	18,0	14,7	16,7	20,6	20,0
Corporativos	3,8	3,6	3,0	2,5	2,5	2,2	1,4	2,1	2,8	4,9
Grandes Empresas	6,0	5,9	2,6	4,1	4,6	3,9	3,7	4,2	5,4	6,5
Medianas Empresas	9,3	8,9	3,9	4,2	6,1	8,0	7,3	7,9	8,6	9,7
Pequeñas Empresas	18,0	18,1	4,3	6,2	17,2	18,2	17,6	18,1	19,4	20,0
Microempresas	31,3	32,6	3,8	10,7	30,1	32,8	32,4	31,6	32,0	32,2
Consumo	40,9	39,3	38,6	38,3	39,5	38,6	38,7	38,8	41,4	41,3
Hipotecario	7,0	6,7	6,8	6,7	6,4	5,9	5,9	6,4	6,9	8,3

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

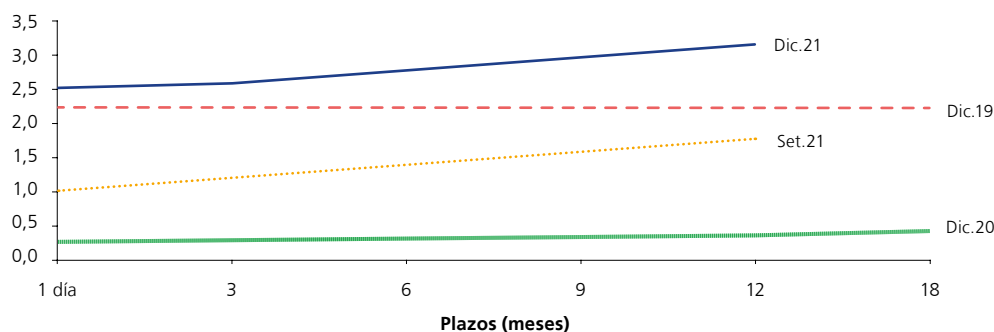
2/ Promedios desde Setiembre 2010.

Al 13 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS

74. La curva de rendimiento de los valores del BCRP aumentó en promedio 133 puntos básicos entre setiembre y diciembre de 2021, en línea con el incremento de 150 puntos básicos en la tasa de interés de referencia en el cuarto trimestre; y por la expectativa de futuros incrementos. En este horizonte, las tasas subieron en 137, 126, 130 y 138 puntos básicos al plazo de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente.

Gráfico 87
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL 1/
 (En porcentaje)



1/ Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.

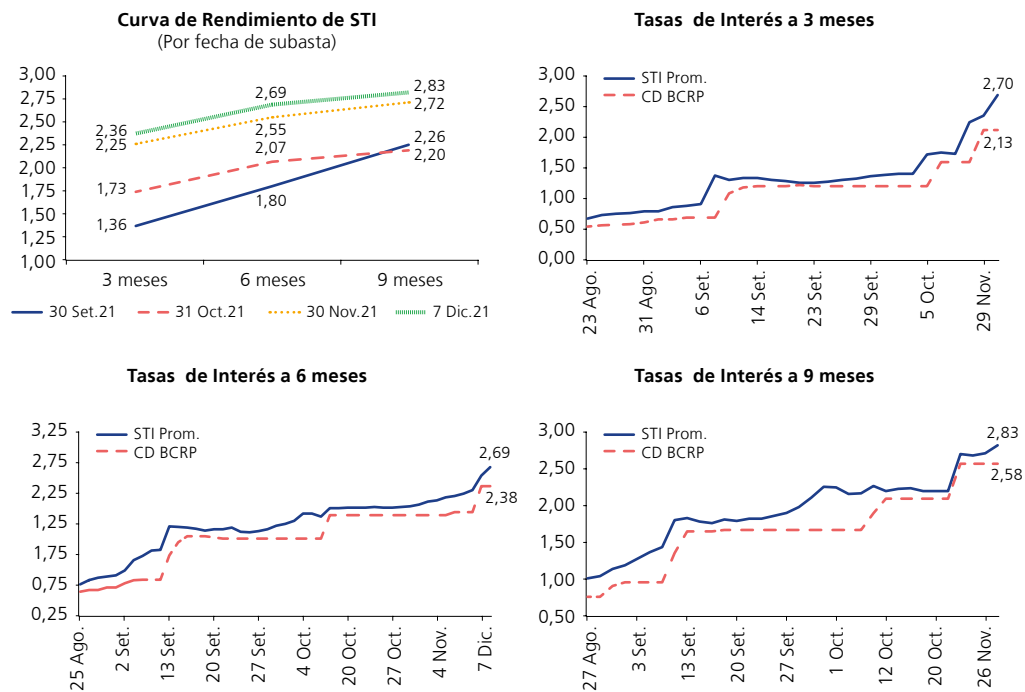
Al 13 de diciembre.

Fuente: BCRP.



Entre el 23 de agosto y 13 de diciembre de este año, las tasas fijas de las subastas de Swaps de Tasas de Interés (STI) han aumentado a los plazos de 3, 6 y 9 meses en 205, 194 y 183 puntos básicos, respectivamente, en línea con la expectativa del mercado de nuevos incrementos en la tasa de interés de referencia.

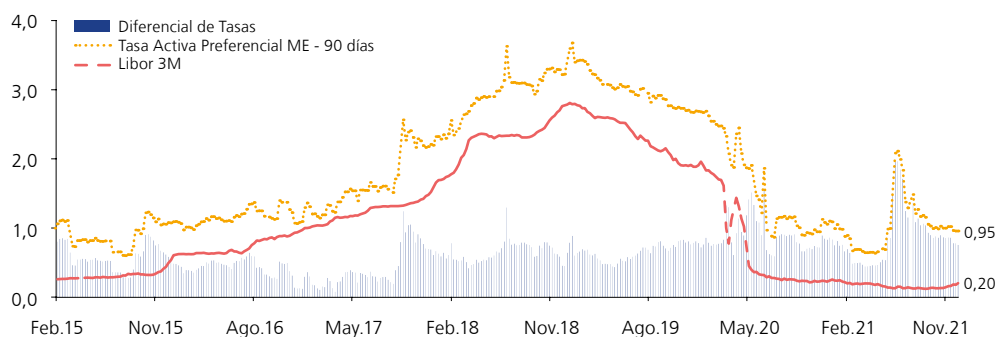
Gráfico 88
TASAS DE SWAPS DE TASAS DE INTERÉS 1/
 (En porcentaje)



1/ Tasa promedio de las subastas de STI.
 Al 13 de diciembre.
 Fuente: BCRP.

75. Entre setiembre y diciembre de 2021, la tasa de interés interbancaria en moneda extranjera se mantuvo en 0,25 por ciento y el monto promedio diario negociado en el mercado interbancario aumentó de US\$ 115 millones en el tercer trimestre a US\$ 167 millones en el cuarto trimestre. Similarmente, las tasas de interés preferenciales activas cobradas a los principales clientes disminuyeron ligeramente en promedio 1 punto básico a plazos entre 1 y 6 meses, mientras que las tasas de interés pasivas preferenciales bajaron en 5 puntos básicos. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa Libor disminuyó de 86 puntos básicos en setiembre a 76 puntos básicos en diciembre de 2021. De otro lado, el *spread* entre la tasa de interés pasiva y la tasa Libor a 3 meses bajó de 40 a 24 puntos básicos en el cuarto trimestre. Cabe mencionar que la mayoría de segmentos presenta menores tasas de interés activas entre setiembre y diciembre de este año, entre los cuales destacan los sectores de grandes empresas e hipotecario. De otro lado, los segmentos de consumo y microempresas, caracterizados por ser de mayor riesgo, presentan mayores tasas de interés en el cuarto trimestre de 2021.

Gráfico 89
**TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS
 Y TASA LIBOR A 3 MESES**
 (En porcentaje)



Al 9 de diciembre.
 Fuente: BCRP y Reuters.

Similarmente, las tasas de interés pasivas disminuyeron en el cuarto trimestre. En el caso de los depósitos a plazos, las tasas disminuyeron en promedio 12 puntos básicos entre setiembre y diciembre, principalmente aquellas pagadas a las empresas.

Cuadro 38
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
 (En porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Prom. Hist. /2
Pasivas										
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,9	0,2	0,2	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	0,9
TIPMEX	0,8	0,7	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,5
FTIPMEX	1,2	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,6
Depósitos hasta 30 días	1,4	1,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,7
Personas	1,3	0,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Empresas	1,4	1,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,7
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	1,2	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,9
Personas	1,0	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,6
Empresas	1,6	1,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	1,0
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	1,0	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,9
Personas	1,0	0,7	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7
Empresas	1,6	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	1,1
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	1,0	0,8	0,4	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	1,1
Personas	1,2	0,8	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,0
Empresas	1,8	1,3	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	0,9	0,7	1,1
Activas										
CTS	1,3	1,4	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	0,8	1,5
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,9	1,0	0,9	1,0	0,6	2,0	1,0	1,0	1,9
TAMEX	7,6	6,9	6,6	6,4	6,1	6,3	6,1	6,7	7,0	7,6
FTAMEX	7,1	6,2	6,5	5,6	6,3	6,0	5,7	7,8	8,0	7,4
Corporativos	3,2	2,7	2,8	2,3	2,0	1,8	1,6	2,1	2,0	2,9
Grandes Empresas	5,5	4,8	5,2	4,7	4,5	4,3	4,3	5,0	4,3	5,3
Medianas Empresas	6,6	6,7	6,3	6,7	5,9	5,9	5,9	6,1	6,0	7,7
Pequeñas Empresas	8,8	7,7	4,8	6,1	5,3	7,1	9,7	9,4	9,3	11,4
Microempresa	11,0	12,3	15,6	6,9	8,5	4,4	17,6	12,2	12,6	16,3
Consumo	36,1	36,1	36,6	34,4	35,1	34,7	31,7	34,2	34,9	30,1
Hipotecario	5,6	5,9	6,0	5,9	5,4	5,0	5,2	5,6	5,3	6,9

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

2/ Promedios desde setiembre de 2010.

Al 13 de Diciembre.

Fuente: BCRP y SBS

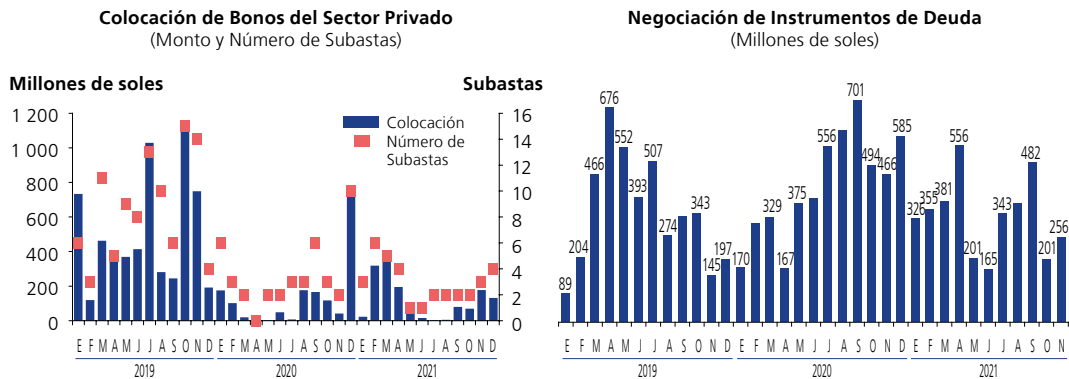


Mercado de renta fija

76. El endeudamiento de las empresas peruanas en el mercado local e internacional aumentó en el cuarto trimestre de 2021 pero aún se encuentra por debajo de los niveles del primer semestre, asociado al incremento en el costo de financiamiento en el mercado de capitales por la alta incertidumbre política y la reducción de la calificación crediticia por parte de Moody's en setiembre de 2021. En el mercado local, las colocaciones por oferta pública de las empresas privadas entre setiembre y diciembre de 2021 ascendieron a S/ 380 millones, mayor al tercer trimestre (S/ 92 millones) y menor al promedio mensual del primer trimestre. Cabe señalar que, seis de las nueve subastas se realizaron en soles a plazos de hasta doce meses. En lo que va de 2021, el promedio mensual colocado se ubica en S/ 121 millones, monto inferior al promedio en los años 2019 y 2020 (S/ 509 millones y S/ 132 millones, respectivamente).

La negociación de valores de deuda en el mercado secundario en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante octubre y noviembre de 2021 ascendió a S/ 457 millones. El promedio mensual transado en 2021 (S/ 331 millones) es similar al promedio en 2019 (S/ 348 millones) y por debajo del promedio mensual de 2020 (S/ 429 millones).

Gráfico 90
MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: SMV.

En el caso de las empresas privadas peruanas, durante el cuarto trimestre solo una empresa realizó una venta de valores en el mercado externo. El 25 de octubre de 2021 la empresa Minsur colocó bonos con vencimiento en el año 2031 por US\$ 500 millones; el bono se emitió bajo la par con una tasa cupón de 4,50 por ciento. Por su parte, el rendimiento del bono (4,75 por ciento) presenta un *spread* respecto al bono del Tesoro Americano de 10 años de 312 puntos básicos y de 206 puntos básicos respecto al bono global peruano. Esta colocación financiará la recompra del bono con vencimiento en febrero de 2024 y el prepago del crédito sindicado por US\$ 300 millones con el Banco Santander y BofA Securities.

En el cuarto trimestre continuaron las colocaciones internacionales por entidades no residentes en soles por un total de S/ 390 millones, menor al tercer trimestre (S/ 771 millones). En términos anuales, el total emitido en 2021 (S/ 1 606 millones) es menor al nivel máximo histórico de 2020 (S/ 1 801 millones).

El valor de la cartera administrada de los inversionistas institucionales aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2021. En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó de S/ 129 169 millones a S/ 134 071 millones entre el 30 de setiembre y el 8 de diciembre, asociado al mejor desempeño de los valores locales y a la culminación de los pagos asociados al retiro extraordinario aprobado por la Ley N° 31192. La reducción anual en el valor de la cartera de inversiones al 8 de diciembre (S/ 30 803 millones) equivalente a una caída anual de 18,7 por ciento, es la mayor desde 2018 (18,3 por ciento). La actual reducción se explica por los menores aportes de los afiliados, liquidación de valores locales y externos y desvalorización de los activos que comprenden la cartera de inversiones.

Es importante indicar que las facilidades otorgadas por el BCRP para los retiros aprobados de fondos de pensiones evitaron que la liquidación de valores en montos significativos en un periodo corto de tiempo tuviera impactos no deseados sobre las tasas de interés y la estabilidad de los mercados financieros. En 2020, las AFP accedieron a liquidez por parte del BCRP a través de repos con BTP para mitigar el efecto del retiro por un total de S/ 6 137 millones. Entre enero y julio de 2021 hubo repos directas por S/ 6 221 millones al plazo de 3 meses y tasa de 0,33 por ciento. Actualmente no existe saldo vigente de repos con las AFP.

En el caso de los fondos mutuos, el patrimonio administrado y número de partícipes continúa descendiendo. Así, entre setiembre y noviembre el patrimonio ha descendido en 2,6 por ciento y el número de participantes en 2,7 por ciento. Los inversionistas mantienen su preferencia por fondos de deuda en un entorno de alta volatilidad en el mercado local. Por otro lado, la cartera de inversiones de las empresas de seguros aumentó de S/ 51 309 millones a S/ 53 762 millones entre junio y setiembre de 2021.

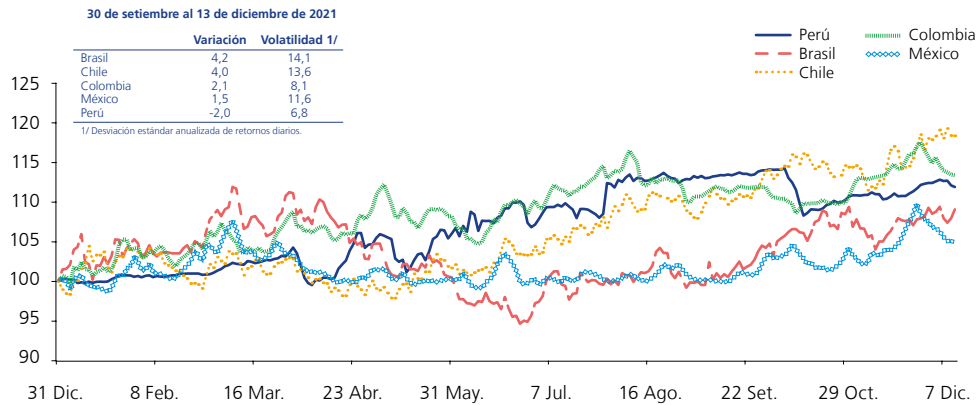
Mercado cambiario

77. El tipo de cambio peruano continúa presentando presiones al alza en el cuarto trimestre de 2021, que se asocia tanto a factores domésticos como externos. En octubre, el tipo de cambio alcanzó un nuevo máximo histórico (S/ 4,138 por dólar el 6 de octubre) debido al impacto del ruido político en las perspectivas de los agentes. El ruido político se disipó temporalmente luego del cambio en el gabinete ministerial, en consecuencia, el sol se apreció considerablemente y el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable durante el resto del mes. En noviembre, el tipo de cambio presentó presiones al alza por anuncios de posibles estatizaciones y problemas con empresas mineras, asimismo el entorno global para las monedas es uno de mayor aversión al riesgo por los temores de presiones inflacionarias a nivel global y el estrés en las cadenas de suministros. A inicios de diciembre, han resurgido los temores por la nueva variante del COVID-19 proveniente de Sudáfrica y por un nuevo pedido de vacancia presidencial.

Similarmente, las monedas latinoamericanas presentaron entre fines de setiembre y diciembre de 2021 incrementos en sus tipos de cambio, entre los cuales destacan las depreciaciones de las monedas brasileñas y chilenas. Perú destaca con una apreciación de 2,0 por ciento entre el 30 de setiembre y 13 de diciembre de 2021. El mayor riesgo político en algunos países de la región y los comportamientos mixtos en las materias primas han afectado de manera diferenciada a las monedas de la región. Con ello se muestra que, si bien la volatilidad cambiaria en la región está altamente sincronizada, los factores idiosincráticos también explican las variaciones del tipo de cambio (ver Recuadro 8).

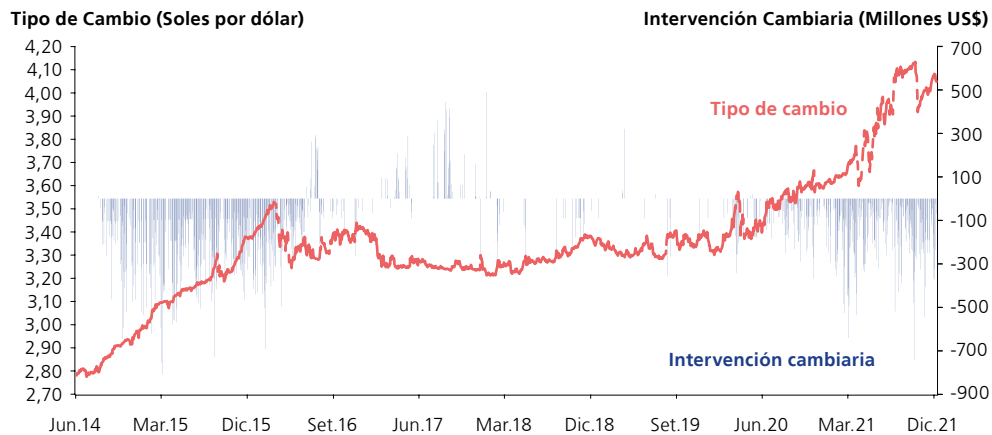


Gráfico 91
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO 1/
 (31 Dic.20 = 100)



1/ Un aumento de índice indica la depreciación de la moneda.
 Al 13 de diciembre.
 Fuente: BCRP y Reuters.

Gráfico 92
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios.
 Al 13 de diciembre.
 Fuente: BCRP.

En un contexto de alta volatilidad local y externa, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de la subasta de *swaps* cambiarios venta, la colocación de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y ventas en la mesa de negociación, con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio del sol y con ello preservar la estabilidad del sistema financiero y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Así, entre octubre y diciembre se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 20 590 millones (US\$ 5 110 millones) a plazos entre 3 y 12 meses, y vencieron S/ 12 220 millones (US\$ 3 203 millones). Con ello, el saldo de *swaps* cambiarios venta al 13 de diciembre se ubicó en S/ 37 786 millones (US\$ 17 309 millones), alcanzando un nuevo nivel máximo histórico el 2 de diciembre (S/ 38 367 millones). En el caso de los CDR BCRP, se colocaron S/ 1 550 millones (US\$ 390 millones) a plazos entre 2 y 3 meses y vencieron S/ 3 686 millones (US\$ 908 millones), con lo que el saldo al 13 de diciembre se ubicó en S/ 1 750 millones (US\$ 443 millones). Adicionalmente, el BCRP vendió a través de la mesa de negociación US\$ 1 841 millones. El número de días en los que se llevó a cabo acciones de intervención cambiaria en 2021 se encuentra en niveles similares a los de 2015.

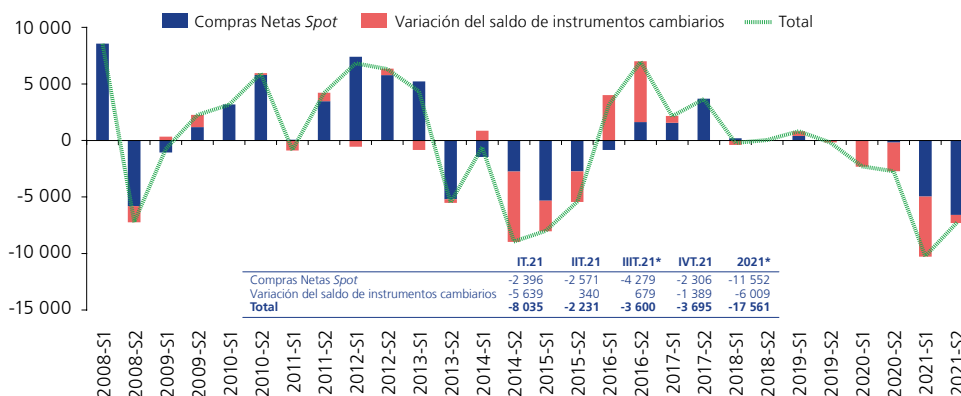
Cuadro 39
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

Días de negociación	Número de días de intervención						Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			
				Spot	Instrumentos	Total	
2015	248	98	203	40%	82%	83%	3,9%
2016	250	50	119	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	26	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	2%	11%	12%	3,4%
2019	249	4	6	2%	2%	4%	4,4%
2020	254	13	97	5%	38%	39%	7,4%
2021 1/	237	138	176	58%	74%	84%	9,5%

1/ Al 13 de diciembre.

En lo que va de 2021, el BCRP ha ofertado US\$ 17,6 mil millones en el mercado cambiario mediante ventas en el mercado *spot* (US\$ 11,6 mil millones) y colocación neta de derivados cambiarios y CDR BCRP (US\$ 6,0 mil millones).

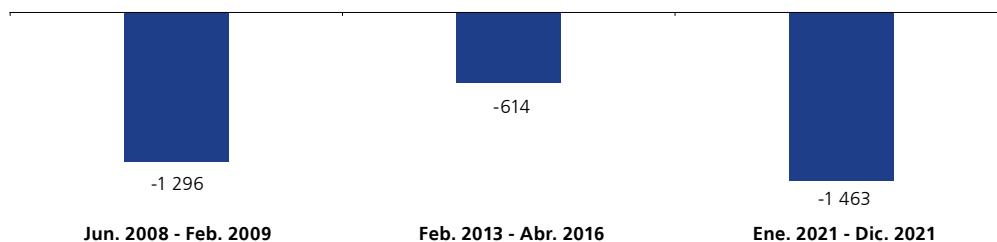
Gráfico 93
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)



* Al 13 de diciembre.
Fuente: BCRP.

Asimismo, la intervención cambiaria promedio mensual en el episodio actual de volatilidad en el mercado cambiario (de enero a diciembre de 2021), asciende a US\$ 1 463 millones, superior al periodo de la crisis financiera internacional (US\$ 1 296 millones) y al existente entre febrero de 2013 y abril de 2016 (US\$ 614 millones).

Gráfico 94
INTERVENCIÓN CAMBIARIA PROMEDIO MENSUAL DEL BCRP
(En millones de US\$)

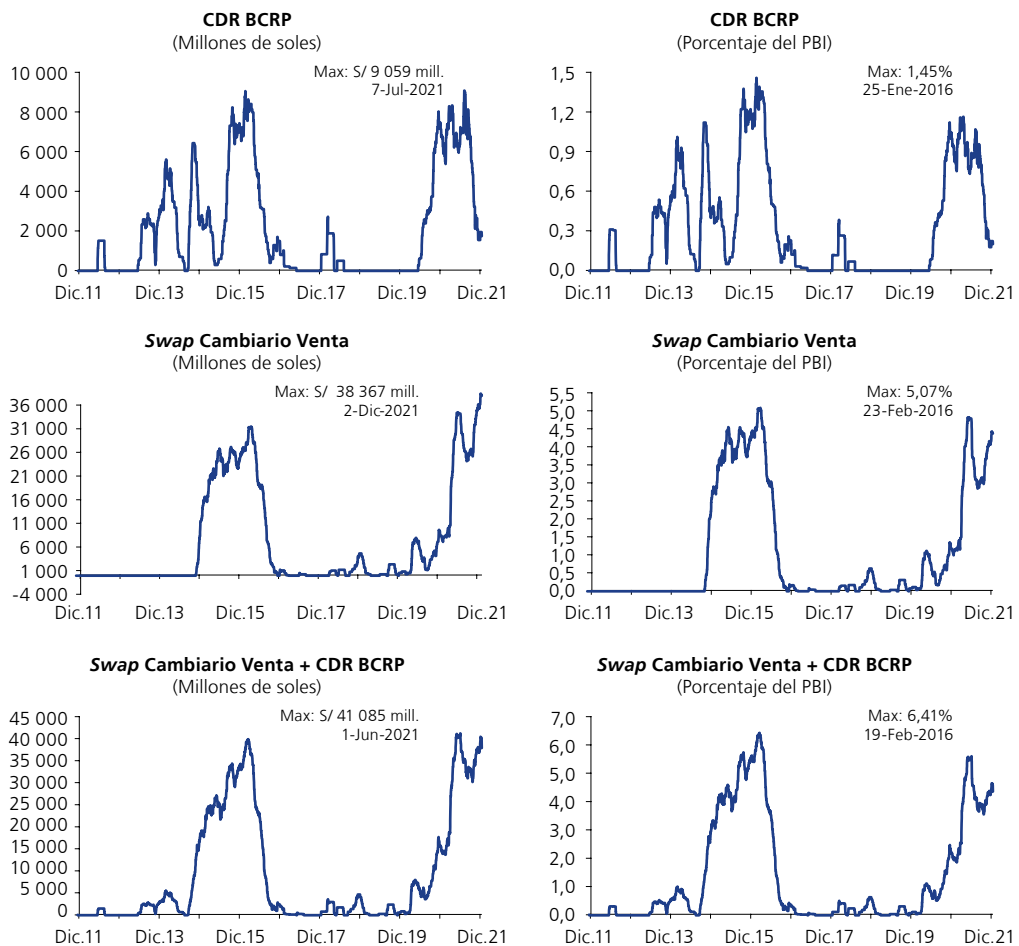


Se consideran las colocaciones netas de instrumentos y compras/ventas spot en la mesa de negociación.
Al 13 de diciembre.
Fuente: BCRP.



El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y de CDR BCRP al 13 de diciembre alcanzó el nivel de S/ 37,8 mil millones (4,3 por ciento del PBI). El incremento en los plazos promedio de los instrumentos está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor. Así, en el caso de los *swaps* cambiarios venta, el plazo promedio ha subido de 62 a 292 días entre diciembre de 2019 y diciembre de 2021.

Gráfico 95
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS



Al 13 de diciembre.
Fuente: BCRP.

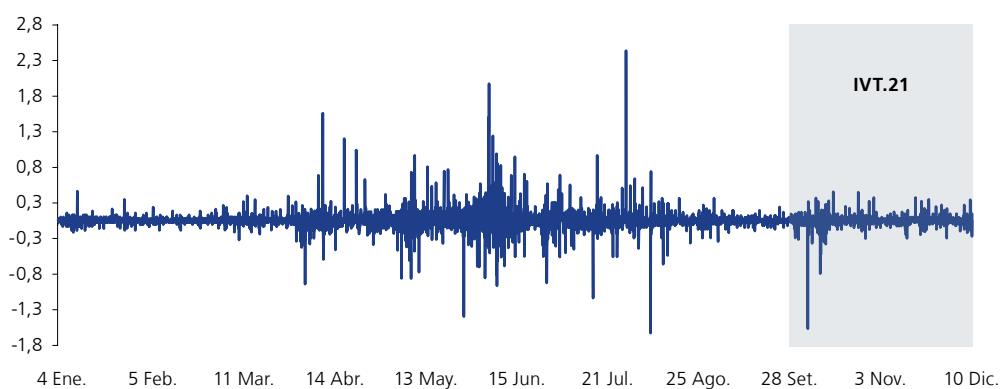
En el tercer y cuarto trimestre de 2021, la evolución de los activos locales, en particular el tipo de cambio y el índice general de la BVL (IGBVL), ha sido afectada por declaraciones y anuncios de miembros del Poder Ejecutivo. Desde la juramentación del primer gabinete (29 de julio de 2021) el tipo de cambio presentó presiones al alza por la percepción de un mayor riesgo de un posible cambio en el modelo de mercado que afecte la estabilidad económica y jurídica de los inversionistas. Así, entre el 27 y 30 de julio el sol se depreció en 3,62 por ciento, una de las pérdidas diarias de valor más altas en los últimos años. En el periodo comprendido entre el 29 de julio y 6 de octubre de 2021,

el tipo de cambio se depreció en 5,35 por ciento y alcanzó un nuevo máximo histórico (S/ 4,138 por dólar).

De otro lado, entre el 6 de octubre y el 13 de diciembre el sol se apreció en 2,08 por ciento. Desde la juramentación del segundo gabinete el tipo de cambio ha presentado un comportamiento menos inestable pero con una volatilidad aún alta. Comparativamente, la intervención cambiaria promedio en el periodo del primer Consejo de Ministros es superior a la del gabinete actual (US\$ 181 millones versus US\$ 151 millones); lo mismo sucede con la volatilidad anual del periodo (9,20 versus 7,14). En el caso de la evolución del IGBVL, desde el 6 de octubre el índice ha subido respecto al comportamiento en meses previos (10,56 versus -2,23 por ciento) y presenta una menor volatilidad (22,4 versus 27,1).

El sol presenta en el cuarto trimestre de 2021 un nivel de volatilidad superior al del primer trimestre de 2021; la variación porcentual diaria anualizada del tipo de cambio en octubre, noviembre y diciembre es 9,4, 3,9 y 3,8, respectivamente. Considerando la evolución del tipo de cambio de cada 10 minutos entre las 9:30 a.m. y la 1:30 p.m., la variación intradiaria ha fluctuado entre una depreciación de 0,41 por ciento (18 de octubre de 2021) hasta una apreciación de 1,52 por ciento (7 de octubre de 2021). Como se muestra en el gráfico siguiente, la variación intradiaria presenta una menor persistencia y sensibilidad a nueva información en noviembre y diciembre de 2021, respecto a lo que se observaba después de la primera vuelta electoral (11 de abril).

Gráfico 96
VARIACIÓN INTRADIARIA DEL TIPO DE CAMBIO



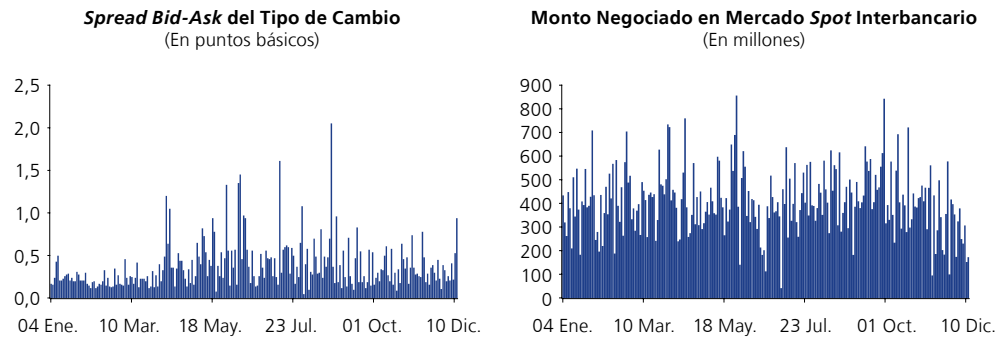
1/ Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 9:00 a.m. y 1:30 p.m. Una variación positiva indica depreciación del sol.
Al 13 de diciembre.
Fuente: Reuters.

La mayor volatilidad también se reflejó en el cuarto trimestre de 2021 en los *spread* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio. Como se observa el incremento ocurre desde la segunda semana de abril, y hasta el último dato disponible no regresa a los niveles previos a la primera vuelta presidencial, aunque se observa una reducción desde la primera semana de noviembre. La negociación promedio diaria en el mercado cambiario



interbancario *spot* se ha mantenido relativamente estable entre enero y diciembre de 2021.

Gráfico 97
SPREAD Y NEGOCIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



Comparativamente, desde noviembre la volatilidad histórica del tipo de cambio peruano en periodos móviles de 30 días ha regresado a niveles similares a los existentes entre enero y marzo de 2021 y es consistentemente la más baja en la región. Sin embargo, entre abril y junio presentó una tendencia al alza (nivel máximo de 19,6 por ciento el 17 de junio). Similarmente, con tres definiciones alternativas de volatilidad de tipo de cambio para datos diarios en los últimos meses (histórico, implícita y en base a un modelo de volatilidad de tipo GARCH) se observa un incremento de la variabilidad del sol entre abril y julio, así como un descenso en noviembre y diciembre de 2021.

Cuadro 40
VOLATILIDAD LATAM

	Histórico (D.S.) 1/					Implícita 2/					GARCH(1,1) 3/				
	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Ene.21	22,6	17,3	14,5	14,4	2,6	18,4	13,8	13,6	15,3	6,5	22,0	13,9	16,5	18,1	5,7
Feb.21	13,7	11,2	10,9	14,8	1,8	19,2	12,3	13,4	17,1	5,0	22,0	14,2	13,5	20,8	4,6
Mar.21	20,0	13,2	12,5	14,1	4,3	19,7	13,8	14,3	15,5	4,2	20,8	13,0	12,1	14,7	6,0
Abr.21	17,3	11,0	9,9	8,9	14,0	18,0	12,0	14,1	12,3	7,4	20,6	13,8	13,2	14,0	15,2
May.21	13,4	13,8	12,8	8,2	14,6	16,4	13,4	14,7	11,7	11,6	18,6	12,6	12,2	12,2	13,2
Jun.21	13,8	10,8	11,8	13,5	16,2	15,8	13,3	14,4	10,7	9,8	18,1	12,4	13,1	12,6	15,4
Jul.21	17,0	12,7	9,8	9,2	14,7	16,5	13,5	13,5	10,5	11,9	17,9	12,2	13,0	11,9	10,8
Aug.21	15,1	11,7	12,6	7,8	5,9	16,3	13,4	13,6	9,9	10,7	17,3	12,1	13,6	11,7	9,8
Sep.21	14,8	9,1	4,8	6,3	2,4	16,3	13,7	12,4	11,0	10,6	17,0	11,4	9,9	11,3	6,8
Oct.21	14,9	11,0	6,2	10,1	9,4	18,1	17,7	11,2	9,3	8,6	17,3	11,1	9,7	10,0	8,9
Nov.21	14,2	16,6	7,8	13,7	3,9	16,6	19,4	12,6	14,8	7,2	14,7	13,0	13,0	12,8	6,8
Dic.21	13,3	12,9	8,5	7,8	3,9	15,9	25,4	12,4	11,6	6,7	15,3	12,7	12,4	11,0	6,7

1/ Desviación estándar anualizada de los retornos diarios.

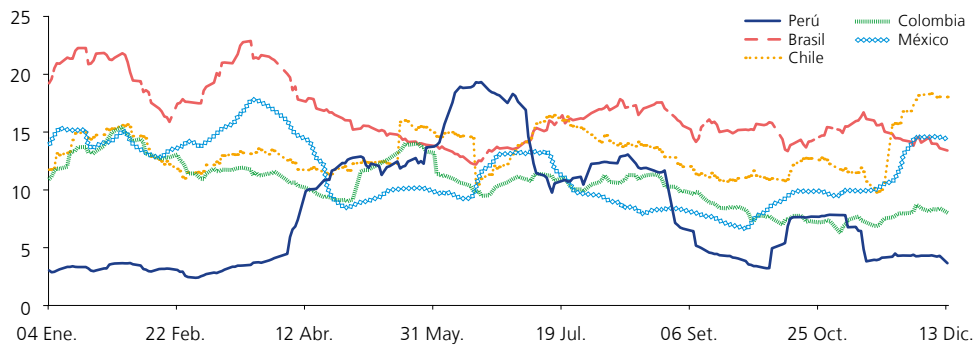
2/ Corresponde a la variable resultante en el modelo de valuación de opciones de Black Scholes. Mide las expectativas del mercado sobre el tipo de cambio al plazo de un mes.

3/ El Modelo de volatilidad autorregresivo condicional generalizado GARCH (1,1) aplica un proceso estocástico a series de tiempo históricas del tipo de cambio para predecir su volatilidad futura. El concepto es similar a aplicar medias móviles exponenciales a la volatilidad donde el tipo de cambio actual tiene mayor impacto en la predicción.

Al 13 de diciembre.

Fuente: BCRP y Reuters.

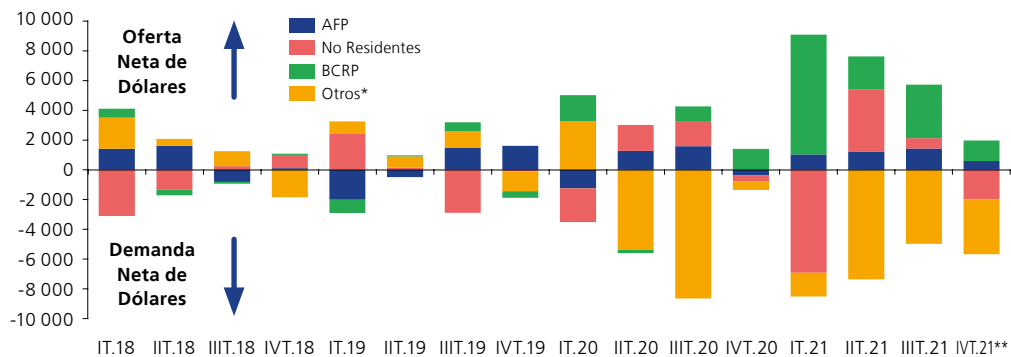
Gráfico 98
VOLATILIDAD HISTÓRICA ANUALIZADA UN MES



Desviación estándar anualizada en los últimos 30 días.
Fuente: Reuters.

La intervención del BCRP en el mercado cambiario ha buscado compensar la alta demanda de dólares en el mercado local, en particular en el primer trimestre de 2021. Al 13 de diciembre de 2021, el mercado cambiario presentó una demanda neta de US\$ 17 318 millones (US\$ 5 715 millones en marzo de 2021, nivel máximo desde 2010) proveniente principalmente de participantes del sector no financiero, como minoristas y el sector corporativo; así como de los inversionistas no residentes.

Gráfico 99
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO (SPOT Y DERIVADOS)
(En millones de dólares)



* Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.
** Al 13 de diciembre.
Fuente: BCRP.

En el cuarto trimestre de 2021, los inversionistas no residentes han demandado dólares en los mercados *spot* (US\$ 349 millones) y han comprado Bonos del Tesoro Público (BTP) por US\$ 556 millones. Similarmente, demandaron dólares en el mercado de derivados por US\$ 1 640 millones. Entre el tercer y cuarto trimestre los flujos de inversionistas extranjeros indican una moderación en sus expectativas sobre el tipo de cambio y su retorno esperado.

Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) ofertaron US\$ 86 millones en el mercado *spot* y US\$ 511 millones en el mercado de derivados. En





2021 las AFP ofertaron en el mercado *spot* US\$ 7 870 millones con el objetivo de realizar el pago de los retiros extraordinarios asociados a la Ley N° 31192. En total se liquidaron valores externos por US\$ 9 360 millones, con información al 8 de diciembre³⁹.

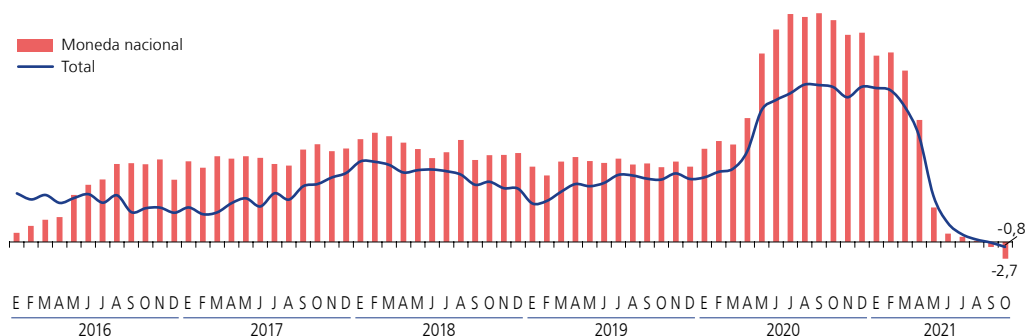
En el caso del sector corporativo y minoristas, estos han demandado dólares en neto en 2021 por US\$ 20 495 y US\$ 6 159 millones, respectivamente, lo cual estaría indicando un incremento en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios.

En este contexto de alta demanda de dólares en el mercado cambiario, el BCRP ha ofertado dólares a las empresas bancarias mediante ventas en el mercado y colocación de CDR BCRP y *swaps* cambiarios venta (US\$ 17 561 millones en neto) entre enero y diciembre de 2021. El BCRP cuenta con un adecuado nivel de reservas internacionales, sumado a la alta credibilidad adquirida en los últimos años y el acceso a líneas de crédito como la Línea de Crédito Flexible (FCL, por sus siglas en inglés) del FMI a la que solo acceden países con fundamentos macroeconómicos muy sólidos. La mayor intervención cambiaria realizada por el BCRP para ofertar dólares en los mercados *spot*, y principalmente en los de derivados, ha contribuido a atenuar las presiones extraordinarias al alza del tipo de cambio.

Liquidez

78. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue -0,8 por ciento en octubre. Por monedas, los depósitos en soles se redujeron en 2,7 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 3,2 por ciento en los últimos 12 meses. El crecimiento de los depósitos en moneda nacional se desaceleró desde el primer trimestre del año, debido al efecto estadístico por las altas tasas de crecimiento en 2020 y a la incertidumbre electoral.

Gráfico 100
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)

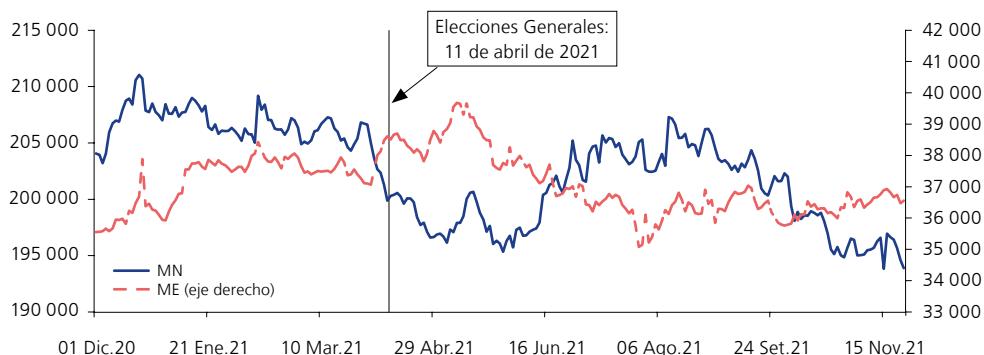


El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se incrementó de 31,4 por ciento en diciembre de 2020 a 32,6 por ciento en octubre de 2021. Dicho aumento es explicado por la mayor dolarización de los depósitos de las empresas (de 38,9 por ciento a 43,4 por ciento), compensado parcialmente por la disminución del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 26,7 por ciento a 26,3 por ciento).

39 Al 29 de octubre de 2021, los afiliados han realizado retiros por S/ 32,2 mil millones por concepto de la Ley N° 31192 de mayo de 2021.

Tras incrementarse en los meses de junio, julio y agosto, el Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) en moneda nacional de las empresas bancarias se redujo en setiembre, octubre y noviembre (S/ 11 828 millones). Durante el mismo periodo, el TOSE en moneda extranjera fluctuó entre US\$ 35 754 y US\$ 37 036 millones.

Gráfico 101
TOTAL DE OBLIGACIONES SUJETAS A ENCAJE (TOSE) DE LA BANCA
 (En millones de soles y dólares)



A partir de 2022 se espera que el crecimiento de la liquidez se incremente paulatinamente. En particular, los depósitos crecerían a un ritmo mayor que el crédito al sector privado.

Cuadro 41
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21*	Dic.21*	Dic.22*	Dic.23*
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	42,5	20,6	20,9	19,2	17,3	12,5	3,0	1,5
Depósitos en moneda nacional	11,9	33,1	27,1	1,3	-0,8	-2,7	-0,7	2,2	5,0	8,1
Depósitos totales 1/	10,0	24,6	21,4	3,0	-0,1	-0,8	0,9	2,0	3,6	5,8
Liquidez en moneda nacional	10,2	32,3	28,9	5,0	3,4	1,9	3,3	4,5	4,5	6,5
Liquidez total 1/	9,4	25,9	23,9	5,5	3,0	2,4	3,6	3,7	3,5	5,0
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,8	19,7	17,5	7,7	3,9	4,5	4,0	4,4	4,4	6,8
Crédito al sector privado total 1/	6,9	11,8	9,5	5,0	2,8	3,2	2,9	3,3	3,5	5,5

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

*Proyección.

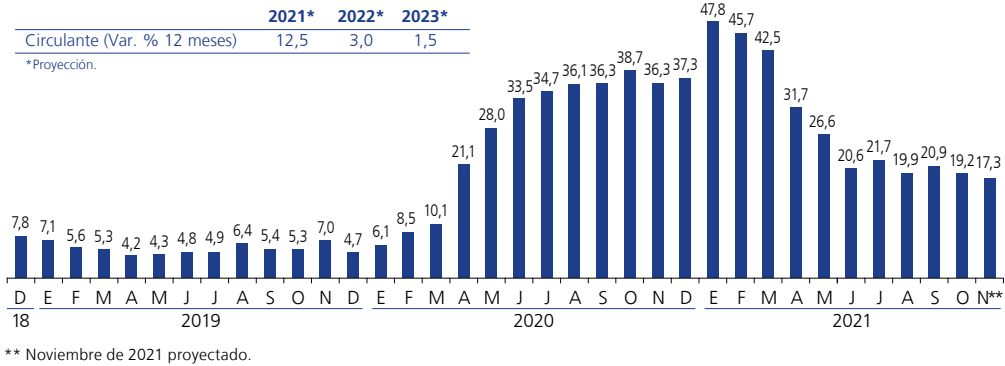
79. El **circulante** crecería en 12,5 por ciento en 2021, 3,0 por ciento en 2022 y 1,5 por ciento en 2023. Tras crecer a tasas históricamente altas durante el Estado de Emergencia⁴⁰, se prevé una moderación en el crecimiento del circulante en el cuarto trimestre de 2021 y en los años siguientes por la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, el circulante crecería a un ritmo menor al PBI nominal, acercándose a su tendencia prepandemia.

Tras alcanzar tasas históricamente altas en 2020 y en el primer semestre de 2021, el crecimiento del circulante se ha mantenido estable alrededor de 20 por ciento desde junio de 2021, con una ligera desaceleración a partir del mes de setiembre.

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



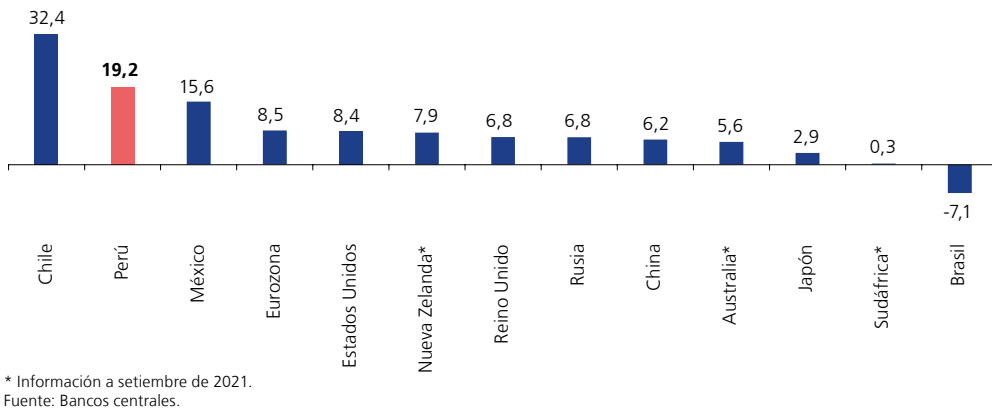
Gráfico 102
CIRCULANTE
(Variación porcentual anual)



80. La tasa de crecimiento anual del circulante en octubre de 2021 fue 19,2 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en marzo de 2020, de 10,1 por ciento, e inferior a la observada en diciembre de 2020, de 37,3 por ciento.

La tasa de crecimiento anual de la velocidad del dinero en el tercer trimestre de 2021 se mantiene positiva en 15,0 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada antes de la pandemia (negativa en 12,3 por ciento en el primer trimestre de 2020), pero inferior a la registrada en el segundo trimestre de 2021 (31,2 por ciento). La demanda por efectivo sigue siendo excepcionalmente alta, dada la coyuntura del Estado de Emergencia y en particular por las medidas de alivio económico a los hogares adoptadas en 2021, entre las cuales se pueden contar la entrega del Bono Yanapay y el retiro extraordinario de fondos de pensiones aprobado por la Ley N° 31192.

Gráfico 103
CRECIMIENTO MUNDIAL DEL CIRCULANTE: OCTUBRE DE 2021
(Variación porcentual anual)



81. La preferencia por circulante ha moderado su crecimiento durante el segundo semestre de 2021. Sin embargo, no ha dejado de incrementarse sostenidamente desde abril, alcanzando un nivel máximo de 26,3 por ciento a inicios de noviembre. Por su parte, tras haber aumentado continuamente durante 2020 e inicios de 2021, el nivel de circulante se ha mantenido estable desde agosto.

Gráfico 104
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
 (En millones de soles y porcentaje)



Crédito al sector privado

82. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 11,8 por ciento en 2020 a una tasa interanual de 3,2 por ciento en octubre de 2021. Por segmentos, el crédito a empresas creció 3,5 por ciento, menor a la tasa observada en diciembre de 2020 (21,7 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales pasó de contraerse 3,1 por ciento en 2020 a incrementarse en 2,8 por ciento en octubre de 2021, como producto de la recuperación de la demanda interna. En el caso del crédito a las personas, se registró un aumento del crédito vehicular (6,1 por ciento) y una disminución del de tarjetas de crédito (0,9 por ciento), mientras que el crédito hipotecario se incrementó 7,6 por ciento. Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son las medianas empresas (11,5 por ciento), seguido de los corporativos y las grandes empresas (4,9 por ciento), mientras que las pequeñas y microempresas registran una caída en el crédito (7,3 por ciento).

Cuadro 42
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/
 (Tasas de crecimiento anual)

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

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

Por otro lado, el número de nuevos deudores en el sistema financiero se contrajo en todos los segmentos de crédito durante la pandemia. En relación al periodo de recuperación, se observan diferencias importantes entre segmentos, siendo solo el segmento hipotecario el que ha alcanzado niveles de bancarización incluso por encima del nivel previo a la pandemia (Ver Recuadro 7).





83. Durante 2020 e inicios de 2021, se dieron reclasificaciones en los segmentos de créditos empresarial y de consumo⁴¹. En este sentido, el indicador de tasas de crecimiento del saldo de crédito por segmento empresarial y de crédito de consumo no solo toma en cuenta el efecto de una mayor o menor actividad crediticia, sino que también refleja el efecto de los cambios de base asociados a las eventuales reclasificaciones.

De esta manera, si se omite el efecto reclasificación entre empresas para octubre de 2021, el segmento de medianas empresas se hubiese contraído en 0,7 por ciento; mientras que el segmento corporativo y el de pequeñas y microempresas se hubiesen expandido en 2,5 y 9,6 por ciento, respectivamente.

Cuadro 43
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE COLOCACIÓN
(Empresas)

	Millones de S/.	Tasas de crecimiento (%)									
		Jun.21/Jun.20		Jul.21/Jul.20		Ago.21/Ago.20		Set.21/Set.20		Oct.21/Oct.20	
		Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin
Oct.21	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	
Crédito a empresas	251 990	8,1	8,1	5,8	5,8	3,1	3,1	3,2	3,2	3,5	3,5
Corporativo y gran empresa	124 847	-1,8	-4,1	-0,0	-2,7	-1,0	-2,7	2,6	0,9	4,9	2,5
Medianas empresas	69 590	30,2	15,2	22,0	9,0	16,9	3,1	13,2	-0,4	11,5	-0,7
Pequeña y microempresa	57 553	9,0	30,7	2,0	22,1	-2,4	15,9	-5,8	11,5	-7,3	9,6

Nota: Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio constante (3,31).
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

En cuanto a los créditos de consumo, el segmento de tarjetas de crédito se hubiese contraído 14,2 por ciento; mientras que el resto de créditos de consumo habría crecido en 5,1 por ciento.

Cuadro 44
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE COLOCACIÓN
(Consumo)

	Millones de S/.	Tasas de crecimiento (%)									
		Jun.21/Jun.20		Jul.21/Jul.20		Ago.21/Ago.20		Set.21/Set.20		Oct.21/Oct.20	
		Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin
Oct.21	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	
Consumo	74 380	-5,7	-5,7	-4,5	-4,5	-3,1	-3,1	-2,0	-2,0	-0,6	-0,6
Vehiculares	2 355	-0,4	-0,4	1,1	1,1	2,0	2,0	3,1	3,1	6,1	6,1
Tarjetas de crédito	12 176	-46,0	-21,8	-47,7	-19,6	-47,3	-18,3	-47,4	-17,3	-45,3	-14,2
Resto	59 849	13,1	1,6	15,5	2,3	17,2	3,7	18,4	4,7	18,8	5,1

Nota: Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio constante (3,31).
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

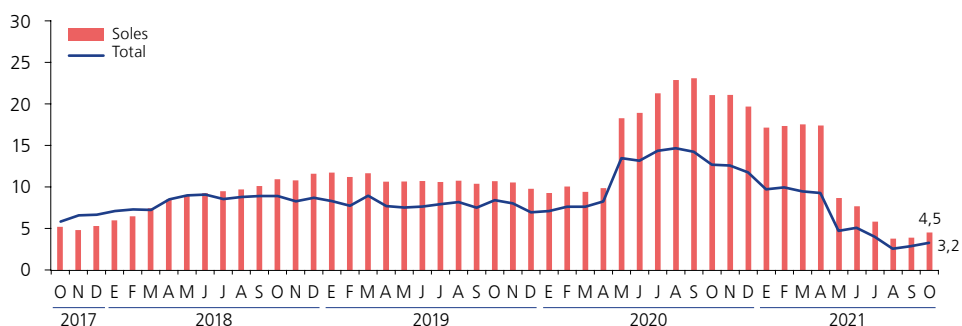
Así, para el caso de los créditos empresariales, el segmento más afectado por la reclasificación fue el de micro y pequeñas empresas (S/ 2 888 millones pasaron a ser clasificados como corporativo y grandes empresas; y S/ 7 614 millones como medianas empresas).

84. El crédito en soles se ha desacelerado desde marzo de 2021, principalmente por la atenuación del efecto estadístico del programa Reactiva Perú. Por otra parte, el crédito en dólares se ha venido reduciendo desde junio de 2020 por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios

41 La reclasificación, con mayor detalle, se desarrolla en la Nota de Estudio del BCRP N° 37-2021.

históricos; sin embargo, su caída se ha venido atenuando desde mayo de 2021. Así, al mes de octubre de 2021 el crédito en soles se expandió 4,5 por ciento, mientras que el denominado en dólares se redujo en 1,7 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 105
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Variación porcentual anual)



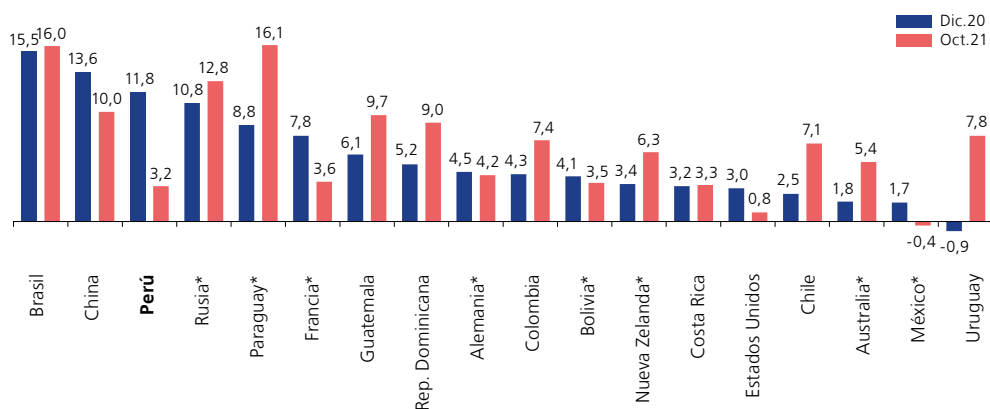
Cuadro 45
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21
Moneda Nacional	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	17,5	7,7	3,9	4,5
Moneda Extranjera	-0,4	2,8	-2,1	-9,8	-10,6	-13,4	-3,6	-1,3	-1,7
Total	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	9,5	5,0	2,8	3,2

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

85. A nivel mundial, el crédito al sector privado ha moderado su crecimiento, tras haber crecido a tasas elevadas como respuesta a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los bancos centrales en 2020 e inicios de 2021.

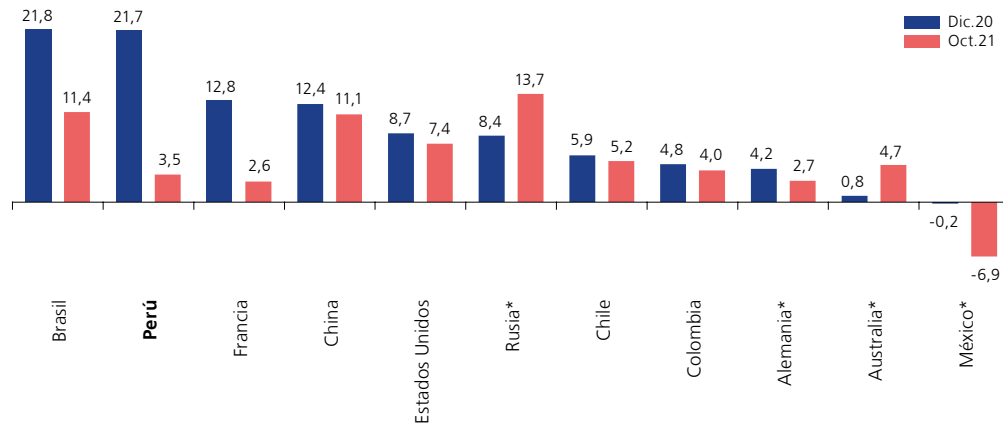
Gráfico 106
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
 (Variación porcentual anual)



* Información a setiembre de 2021.
 Fuente: Bancos centrales.



Gráfico 107
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS
 (Variación porcentual anual)



* Información a setiembre de 2021.
 Fuente: Bancos centrales.

Dolarización del crédito y de la liquidez

86. El coeficiente de dolarización del crédito al sector privado medido a tipo de cambio constante se ubica en 20,1 por ciento en octubre de 2021, menor al nivel observado en diciembre de 2020 (20,7 por ciento). Se observó una reducción de la dolarización del crédito a empresas, la cual pasó de 27,4 a 26,8 por ciento en el mismo periodo. Asimismo, la dolarización del crédito a personas se redujo de 8,0 a 7,3 por ciento. La dolarización del segmento de créditos hipotecarios pasó de 11,6 por ciento en diciembre de 2020 a 9,5 por ciento en octubre de 2021, mientras que la del crédito de consumo aumentó de 5,5 por ciento a 5,7 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 46
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/
 (Porcentaje)

	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Set-20	Dic-20	Mar-21	Jun-21	Set-21	Oct-21
Crédito a empresas	37,3	37,5	31,8	27,8	27,4	27,2	28,4	26,8	26,8
Corporativo y gran empresa	50,5	50,0	43,4	41,4	42,4	41,8	43,8	41,2	40,9
Medianas empresas	38,5	38,7	30,0	24,4	22,0	21,2	20,6	20,0	20,5
Pequeña y microempresa	5,7	5,6	4,9	3,8	4,0	4,1	3,9	3,7	3,6
Crédito a personas	8,9	8,5	8,3	8,2	8,0	7,9	7,9	7,5	7,3
Consumo	6,0	5,7	5,5	5,4	5,5	5,5	6,0	5,8	5,7
Vehiculares	14,8	14,9	14,9	16,0	16,7	16,8	16,0	14,7	14,0
Tarjetas de crédito	7,1	6,6	5,6	5,3	5,7	8,3	11,5	12,0	12,0
Resto	5,0	4,9	5,0	5,0	4,8	4,4	4,3	4,2	4,1
Hipotecario	13,3	12,7	12,5	12,1	11,6	11,0	10,4	9,7	9,5
TOTAL	25,9	26,0	23,4	21,1	20,7	20,6	21,5	20,2	20,1

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

Morosidad

87. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,89 por ciento en octubre de 2021, mayor en 0,13 puntos porcentuales al registrado en junio de 2021 (3,76 por ciento). Este resultado

estaría explicado principalmente por la mayor morosidad de los créditos a empresas, siendo más notorio el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas. En cambio, la morosidad de los créditos a personas naturales se redujo en el mismo periodo, en particular los créditos asociados a tarjetas de crédito.

Cuadro 47
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(En porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21
Crédito a empresas	3,57	3,68	3,72	4,02	4,03	4,40	4,63
Corporativo y grandes empresas	0,62	0,63	1,03	1,08	1,15	1,02	1,04
Medianas empresas	8,24	9,00	6,26	6,44	6,76	8,59	9,11
Micro y pequeñas empresas	7,13	7,41	6,10	7,18	7,11	6,91	7,13
Crédito a personas	3,15	3,33	4,93	4,20	3,58	2,98	2,79
Consumo	3,27	3,47	5,95	4,70	3,66	2,77	2,48
Tarjetas de crédito	5,47	5,79	12,70	11,75	8,52	7,05	6,69
Vehicular	3,75	3,86	5,85	5,74	5,51	4,42	4,24
Resto	1,68	1,83	3,10	2,96	2,47	1,83	1,53
Hipotecario	2,98	3,15	3,52	3,57	3,47	3,24	3,20
PROMEDIO	3,28	3,41	3,99	3,96	3,76	3,82	3,89

88. El sistema financiero viene tomando medidas para atenuar el impacto de la pandemia sobre su solvencia. Entre estas destacan el fortalecimiento de la base patrimonial, el mejor control de gastos operativos y financieros, y la constitución de provisiones voluntarias.

Proyección del crédito al sector privado

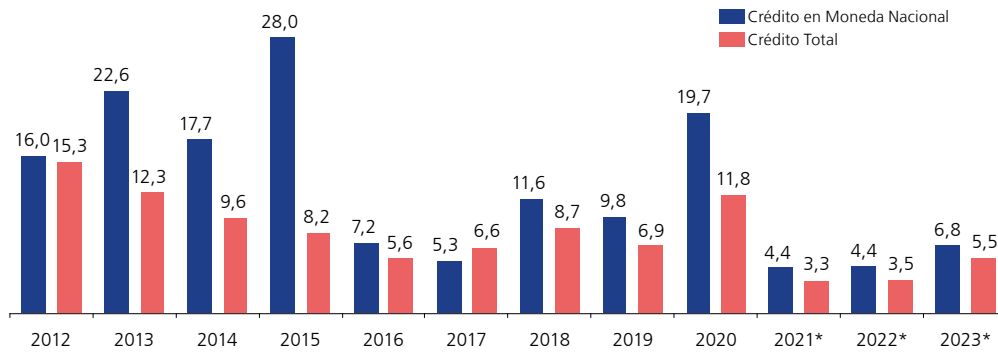
89. Tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020, para 2021 y 2022 se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento y crezca a un ritmo menor que el PBI nominal. Posteriormente, a partir de 2023 el crédito al sector privado retornaría a su tendencia prepandemia y crecería a un ritmo cercano al del PBI nominal. Con ello, el ratio respecto al PBI disminuiría de 51,8 por ciento en 2020 a 42,0 por ciento en 2023. Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica hasta alcanzar su nivel prepandemia en 2022.

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 4,4 por ciento en 2021 y 2022, tomando en cuenta el efecto estadístico del fuerte incremento en 2020, la recuperación de la actividad económica y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 3,3 por ciento en 2021 y 3,5 por ciento en 2022. Para 2023, se prevé que el crédito en moneda nacional se incremente en 6,8 por ciento, y el crédito total en 5,5 por ciento. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 18,2 por ciento a fines de 2023.

En línea con las proyecciones para el crédito al sector privado, el crecimiento de la liquidez y del circulante se moderaría, creciendo a tasas menores que el PBI nominal en 2021 y 2022. El ratio de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 59,3 por ciento en 2020 a 48,0 por ciento en 2023, y el correspondiente al circulante se contraería de 10,0 por ciento en 2020 a 8,4 por ciento en 2023.

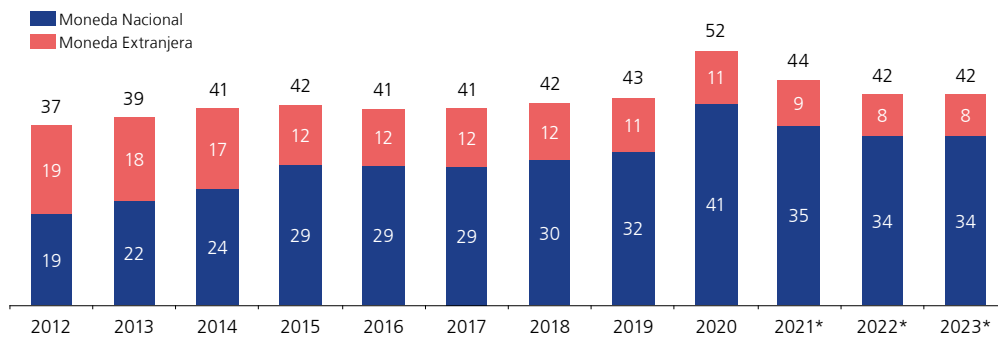


Gráfico 108
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)



* Proyección.

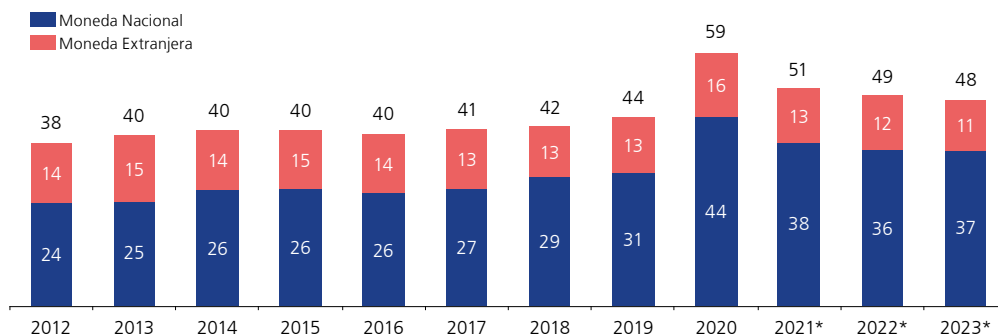
Gráfico 109
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2019).

* Proyección.

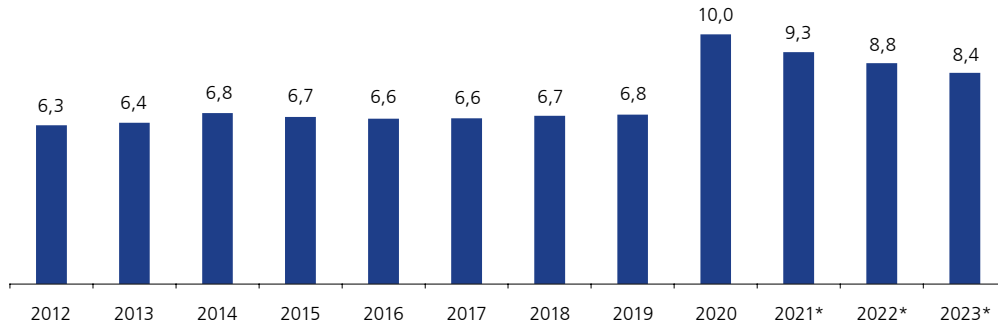
Gráfico 110
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2019).

* Proyección.

Gráfico 111
RATIO CIRCULANTE / PBI
(En porcentaje)



Nota: El circulante corresponde al de las sociedades de depósito.
*Proyección.

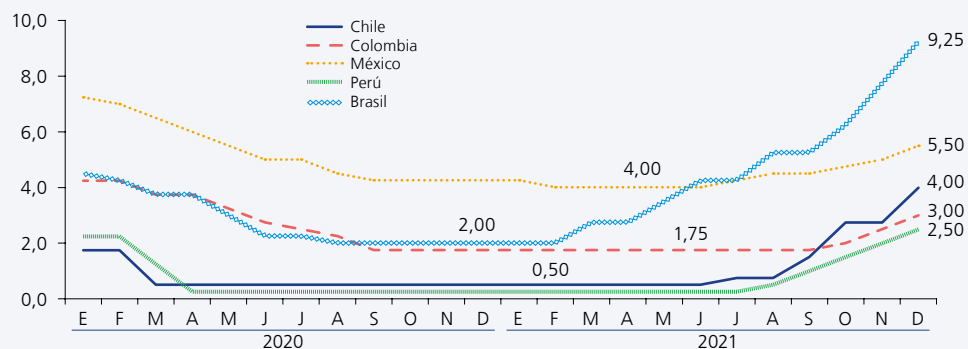


Recuadro 6 RETIRO DEL ESTÍMULO MONETARIO EN AMÉRICA LATINA

Luego del impacto inicial de la pandemia, los países de América Latina han venido recuperándose paulatinamente. Los bancos centrales de la región realizaron estímulos monetarios considerables para contrarrestar los efectos de la pandemia y las medidas restrictivas para su contención, además de diversas medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero y evitar el rompimiento de la cadena de pagos. Muchas de estas medidas implementadas fueron transitorias y, con el avance de la recuperación de las economías, algunos bancos centrales han procedido a iniciar el retiro de estos estímulos, junto con la desactivación de las medidas extraordinarias adoptadas, en una coyuntura de crecientes presiones inflacionarias.

Por un lado, los bancos centrales de la región han empezado a subir sus tasas de interés de política monetaria. El Banco Central de Brasil fue el primero en iniciar un ciclo de alza de tasas en marzo de 2021, y elevó la tasa de política en 7 oportunidades hasta 9,25 por ciento en diciembre de 2021, desde el mínimo de 2,0 por ciento fijado en agosto de 2020. Por su parte, el Banco Central de Chile inició el retiro del estímulo monetario en julio de 2021; e incrementó la tasa de política en 4 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 4,0 por ciento en diciembre de 2021 desde el mínimo de 0,50 por ciento fijado en marzo de 2020. Por otro lado, el Banco de la República (Colombia) comenzó a subir su tasa de interés de política en setiembre, elevándola en 3 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 3,0 por ciento en diciembre. Asimismo, el Banco de México (Banxico) inició el retiro del estímulo monetario en julio de 2021, desde el mínimo de 4,0 por ciento fijado en febrero de 2021, incrementando la tasa de política en 5 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 5,50 por ciento el 16 de diciembre de 2021.

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA: DICIEMBRE 2021
(En porcentaje)

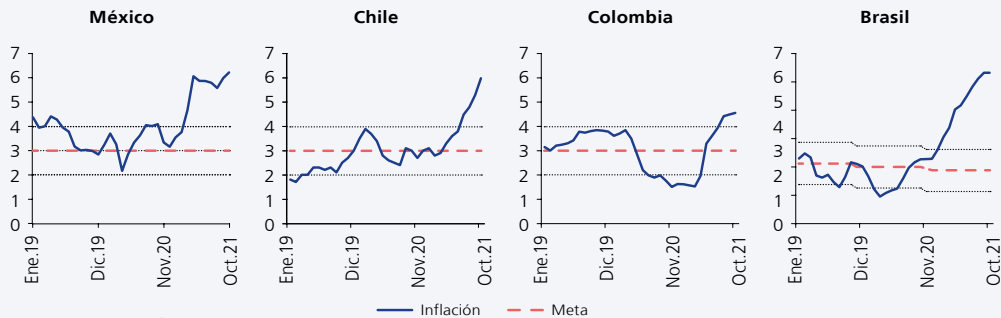


Fuente: Bancos centrales.

Los bancos centrales tomaron estas decisiones en un contexto de aceleración de las tasas de inflación en las economías. En Brasil la inflación alcanzó el límite superior del rango meta en enero de 2021 y lo superó al mes siguiente, mucho antes que en las demás economías, lo que motivó una reacción más temprana en el alza de tasas. Para Chile, la inflación en junio alcanzó el límite superior del rango objetivo y posteriormente continuó con una tendencia creciente. En el caso de México, en marzo la inflación anual alcanzó el límite superior de su rango objetivo, y en los meses siguientes continuó al alza. Por su parte, en el caso de Colombia la inflación de agosto superó el límite superior del rango meta, manteniéndose por encima de este en los meses posteriores. En general, las presiones sobre la inflación llevaron a un retiro del estímulo más pronto de lo previsto.

INFLACIÓN ANUAL Y METAS DE INFLACIÓN

(Var. % últimos 12 meses)

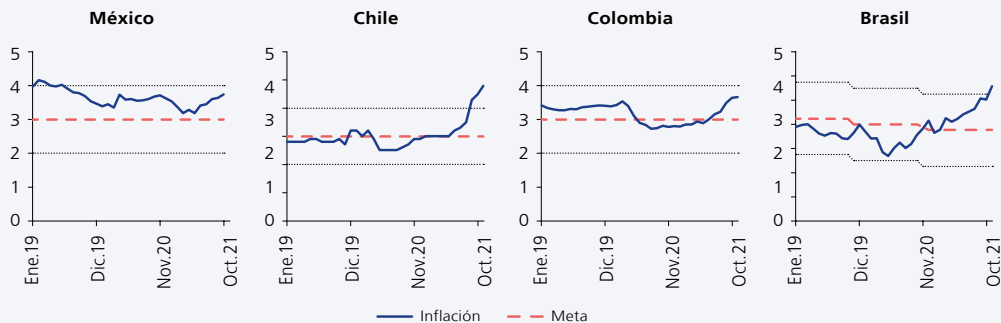


Fuente: Bancos centrales.

De manera similar, las expectativas de inflación a 12 meses en estas economías han venido creciendo, pero en menor medida que la inflación, acercándose al límite máximo de su meta de inflación en los casos de México y Colombia, y superándola en los casos de Chile y Brasil. Esto señalaría que los agentes esperan una inflación algo mayor incluso al siguiente año, lo que fue una motivación adicional para adelantar el retiro del estímulo monetario.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES

(Var. %)

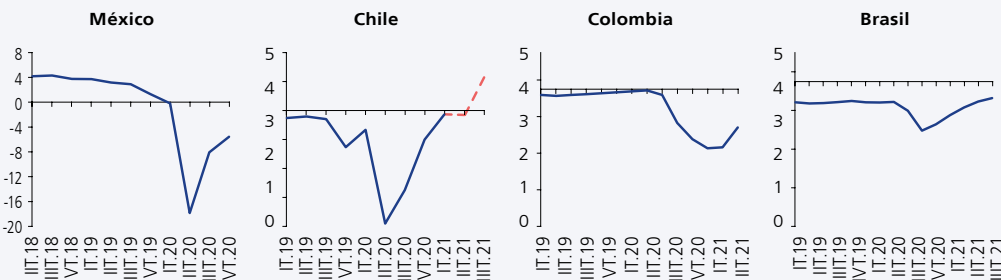


Fuente: Bancos centrales.

Asimismo, la brecha del producto se fue cerrando en estas economías, luego de la abrupta caída por los efectos de las restricciones inducidas por la pandemia. En el caso de México y Brasil la brecha ha ido reduciéndose, pero aún se encuentra en terreno negativo; en Brasil la brecha del producto se halla en niveles ligeramente superiores al periodo previo a la pandemia. En Chile se proyecta incluso una brecha positiva, mientras que en Colombia se espera que esté cerca a cero en 2022, luego de haber estado en terreno negativo en 2019.

BRECHA DEL PRODUCTO

(En porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.





En este contexto, en estos cuatro países varias medidas transitorias aplicadas para la inyección de liquidez durante la crisis del COVID-19 han quedado sin efecto. En la mayoría de casos los instrumentos fueron creados con un carácter transitorio, aunque algunos se mantienen aún vigentes. En el caso de Chile, destacaron los programas de Facilidad Condicionada al Incremento de Crédito (FCIC) como mecanismo simultáneo de inyección de liquidez y apoyo al crédito. En total fueron 3 programas y el tercero estuvo vigente entre el 1 de marzo de 2021 y el 1 de setiembre de 2021.

En Colombia, la principal innovación durante la pandemia fueron las operaciones repo con títulos de cartera, las cuales continúan a discreción del Banco de la República. Las operaciones repo con títulos de deuda privada se usaron sólo por unos meses. El Banco de México fue el que más cronogramas estableció, medida por medida. Casi todos los cronogramas fueron ampliados en dos oportunidades, y en su gran mayoría han finalizado. Para varios instrumentos, se predeterminó una senda de reducción de los montos máximos de estos programas. En Brasil, destacó el programa de líneas de crédito temporal garantizadas con letras financieras, con el que inyectaron liquidez usando carteras de crédito y valores de empresas no financieros como colaterales; la reducción de sus colocaciones se inició en enero de 2021 y recién en junio se anunció su retiro paulatino.

CAMBIOS EN LAS MEDIDAS

	Mexico		Chile		Colombia		Brasil		Perú	
	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro
Flexibilización/Incremento de Tasas	Feb.20	Jun.21	Mar.20	Jul.21	Mar.20	Sep.21	Mar.20	Mar.21	Mar.20	Ago.21
Reducción/Incremento de Encajes	Mar.20			Abr.20		Mar.20		Mar.20	Sep.21	
Inyeccion/retiro de liquidez	Abr.20	Feb.21 (Parcial)	Mar.20	Jun.21 (Parcial)	Mar.20		Abr.20	May.21 (Parcial)	Mar.20	
Compras directas/Reducción de títulos públicos		Mar.20		Mar.20				Dic.20		
Compras directas/Reducción de títulos privados				Mar.20						

Fuente: Bancos Centrales.

Por su parte, el BCRP ha realizado 5 alzas progresivas de la tasa de política monetaria iniciadas en agosto de 2021, desde el mínimo histórico de 0,25 por ciento que fue fijado en abril de 2020 y que fue la más expansiva de la región, hasta 2,5 por ciento en diciembre. Adicionalmente, realizó incrementos progresivos en la tasa de encaje medio en setiembre de 2021. Asimismo, se inició el retiro de algunas medidas de estímulo implementadas en 2020, tales como las Operaciones de Reporte de Reprogramación de Cartera de Crédito en octubre de 2021, y la elevación de las tasas de encaje en soles a partir de octubre. Sin embargo, a pesar de este gradual retiro del estímulo monetario, el BCRP aún mantiene una política monetaria expansiva.

Con respecto a la comunicación de los bancos centrales, esta se ha ido endureciendo a medida que la evolución de las variables señalaba presiones sobre la inflación. En el caso de Brasil esto se empezó a vislumbrar desde enero de 2021, realizando la subida de tasas en la reunión de política siguiente, y la continua presión sobre la inflación les hizo señalar su entrada a un terreno más *hawkish* de política monetaria a setiembre. El Banco de la República señalaba en julio de 2021 un cierre de espacio para la continuación del estímulo y en setiembre señaló la entrada de la normalización de su política monetaria. En el caso de Chile una fuerte recuperación de su actividad y un temor a efectos persistentes les hizo pasar de un retiro suave a uno más acelerado en octubre de 2021. Por otro lado,

en Banxico señalaban desde mayo de 2021 riesgos de los choques transitorios a la inflación y en la reunión siguiente se inició la subida de tasas, con el fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación.

COMUNICACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

	Mexico	Chile	Colombia	Brasil
Ene.21				Anuncia que las condiciones de forward guidance de agosto de 2020 ya no se cumplen, por las expectativas de inflación en alza.
Mar.21				Se considera que cesaron las condiciones para el estímulo extraordinario debido a una fuerte recuperación, expectativas y proyecciones de inflación por encima de la meta en el horizonte futuro. Se decide proceso de normalización parcial. Se eleva tasa Selic en 75 p.b. hasta 2,75%. Se prevé otro ajuste de la misma magnitud.
May.21	Ante los choques recientes sobre la inflación, el ajuste de precios relativos debe ser ordenado y no se debe afectar la formación de precios y las expectativas de inflación. Se decide mantener tasa, hacia futuro dependerá de las condiciones sobre la inflación.	A pesar de las mejoras en la actividad, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política sigue requiriendo que el estímulo monetario sea altamente expansivo. La TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% por el tiempo necesario para que la recuperación de la economía termine de afianzarse.		Continuar la normalización parcial, se cree apropiada dado las estimaciones de inflación para así mantener algo del estímulo en la recuperación económica. Incremento de la tasa Selic en 75 p.b. a 3,50%. Se prevé otro ajuste de la misma magnitud.
Junio 2021	Se considera necesario reforzar la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación, lograr un ajuste ordenado de precios relativos y propiciar la convergencia de la inflación a la meta. Incremento en 25 p.b. al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 4,25%.	El dinamismo observado y esperado de la economía hace necesario una recalibración de la expansividad de la política monetaria en lo venidero. Se decide mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50%.		Incremento en la tasa Selic en 75 p.b. hasta 4,25%. La información relevante indica que esto ayudaría a mitigar los choques temporales a la inflación. Un deterioro de las expectativas de inflación podría requerir una reducción más rápida del estímulo monetario.
Jul.21		Se espera un cierre de la brecha de producto más rápido debido al impulso fiscal y de consumo. Lo que da las condiciones para la reducción del estímulo. Subida de tasa de interés de política monetaria en 25 p.b. hasta 0,75%. A pesar de ello la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía.	Se estaría cerrando el espacio para mantener la magnitud actual del estímulo monetario, dado el comportamiento de la inflación y su posible persistencia, como también la revisión al alza de los pronósticos de crecimiento. Se mantiene la tasa en 1,75%.	
Ago.21	Por la diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que han afectado choques a la inflación, implican un riesgo para la formación de precios. Se considera necesario reforzar la postura monetaria. Incremento en 25 p.b. el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4,50%.	El rápido cierre de la brecha de actividad y la perspectiva de un incremento más persistente de la inflación hacen necesario intensificar el retiro del estímulo monetario. Incremento de la tasa de interés de política monetaria en 75 p.b. hasta 1,5%.		Incremento de la tasa Selic en 100 p.b. hasta 5,25%. Debido a una inflación más alta de lo usual, la estrategia de un ajuste monetario más rápido es lo más apropiado para mantener ancladas las expectativas.
Set.21	Choques transitorios a la inflación implican riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. A fin de evitar dichos riesgos se consideró necesario reforzar la postura monetaria. Incremento en 25 p.b. del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4,75%. Se evaluará factores que inciden en trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas.		Mejora en la actividad. Riesgos de que la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta se convierta en un fenómeno persistente. Anuncio del inicio de un proceso de normalización de la política monetaria. Incrementó la tasa de interés en 25 p.b., llevándola a 2,0%.	Incremento de las tasas Selic en 100 p.b. a 6,25%. Se considera necesario avanzar a un ajuste monetario a terrenos restrictivos.
Oct.21		Las perspectivas para la inflación futura se han ido elevando. El Consejo ha decidido adelantar el retiro del estímulo monetario. Incrementó la tasa de interés de política monetaria en 125 p.b., hasta 2,75%. Ante la necesidad de evitar que se produzca un aumento más persistente de la inflación y un desvío de la meta.	Crecimiento y alzas en la inflación mayores a lo esperado. Incremento en la tasa de interés en 50 p.b., llevándola a 2,5%.	Debido al balance de riesgos y al deterioro de las proyecciones de inflación, se considera adecuado un avance a terrenos restrictivos. Incremento de la tasa Selic en 150 p.b. hasta 7,75%.
Nov.21	Incremento en 25 p.b. el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5%. Se evaluará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias y otros condicionantes de la inflación y expectativas.			
Dic.21	Se observa magnitud y diversidad de choques sobre la inflación y sus determinantes junto a su riesgo sobre la formación de precios. Incremento en 50 p.b. de la Tasa Interbancaria a 5,5%.	Incremento la tasa de interés de política monetaria en 125 p.b. hasta 4,0%. El Consejo prevé que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su nivel neutral nominal aquel que es coherente con la meta de inflación de 3% durante gran parte del horizonte de política monetaria.	La inflación sorpendió al alza al igual que una mayor recuperación de la actividad. Las expectativas de inflación han aumentado incluso a mediano plazo con riesgo de inducir procesos de indexación a mayores niveles de inflación. Incremento de tasas de política monetaria en 50 p.b. a 3%.	Debido al incremento en las proyecciones de inflación y un riesgo al desanclaje de expectativas de largo plazo, se considera avanzar en el proceso de ajuste monetario en el territorio restrictivo. Compromiso en mantener estrategia hasta que el proceso de reducción de la inflación y el anclaje de expectativas se consolide.

En conclusión, se ha iniciado en la región el retiro del estímulo monetario extraordinario, sin embargo, algunas medidas aún se mantienen vigentes y se espera una reducción paulatina de otras, especialmente los estímulos al crédito, lo que puede tomar un lapso adicional de tiempo, en función de los nuevos desarrollos de la inflación y sus determinantes, y la evolución de pandemia.





Recuadro 7 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS NUEVOS DEUDORES POR SEGMENTO DE CRÉDITO

La inclusión crediticia se entiende como el acceso de las personas y las empresas a créditos a través del sistema financiero y, de manera más amplia, a los productos y servicios financieros para satisfacer sus necesidades de transacciones, pagos, ahorros, créditos y seguros, entre otros. Este mecanismo de asignación de recursos permite a las familias y las empresas ahorrar sus excedentes de capital y acceder a oportunidades de crecimiento, como financiar inversiones futuras como la educación, la adquisición de una propiedad inmueble, capital de trabajo, etc. Por lo tanto, la inclusión financiera tiene efectos positivos en el bienestar de la población. Según información del Banco Mundial, desde 2010, más de 55 países se han comprometido a promover la inclusión financiera.

Las medidas de confinamiento social sumadas a la incertidumbre y la implementación de políticas de apoyo del Gobierno durante la pandemia tuvieron un impacto en el mercado crediticio. Sin embargo, este no fue el mismo en todos los segmentos de crédito, lo que se explica por diferencias en la dinámica de la bancarización propias de cada uno de estos. Así, mientras que los créditos a empresas crecieron a tasas altas durante los meses de confinamiento por efecto de programas de apoyo al crédito como Reactiva Perú, los créditos de consumo experimentaron tasas negativas y recién se vienen recuperando. En tanto, los créditos hipotecarios solo mostraron caídas durante los meses en los que las medidas de confinamiento fueron más restrictivas.

En tal sentido, el objetivo del presente recuadro es analizar la evolución reciente de la bancarización de nuevos deudores y explicar las distintas dinámicas de los segmentos de crédito utilizando la información del Registro Crediticio Consolidado (RCC).

Como se observa en el siguiente cuadro, hubo una caída significativa de los nuevos deudores durante el primer y segundo trimestre de 2020 debido a las medidas de confinamiento (principalmente en marzo y abril). Esta caída se presenta en todos los segmentos, con excepción de las empresas medianas, grandes y corporativas. Sin embargo, se observa una recuperación durante los últimos trimestres, aunque aún por debajo del nivel previo a la pandemia.

NUEVOS DEUDORES POR TIPO DE COLOCACIÓN 1/

(Promedio mensual del periodo)

	2019	IT.20	IIT.20	IIIT.20	IVT.20	IT.21	IIT.21	IIIT.21	IVT.21 2/
Crédito a empresas	53 403	44 265	5 142	28 358	43 222	37 312	44 430	47 903	49 846
Corporativo y gran empresa	3	3	6	5	5	4	1	1	2
Mediana empresa	54	42	179	412	111	30	36	42	52
Pequeña y microempresa	53 346	44 219	4 956	27 941	43 106	37 278	44 393	47 860	49 792
Crédito a personas	77 283	68 224	11 156	24 735	44 392	47 848	54 396	57 563	59 317
Consumo	74 836	66 381	10 484	23 176	41 778	45 340	51 855	55 179	56 255
Tarjetas de crédito	25 311	19 704	2 421	5 229	8 412	9 052	12 256	15 336	19 444
Resto	49 525	46 677	8 064	17 947	33 366	36 288	39 599	39 843	36 811
Hipotecario	2 447	1 842	671	1 559	2 614	2 508	2 540	2 384	3 062
TOTAL	130 686	112 488	16 297	53 093	87 613	85 160	98 825	105 467	109 163

1/Se excluyen los créditos por sobregiro de cuenta corriente.

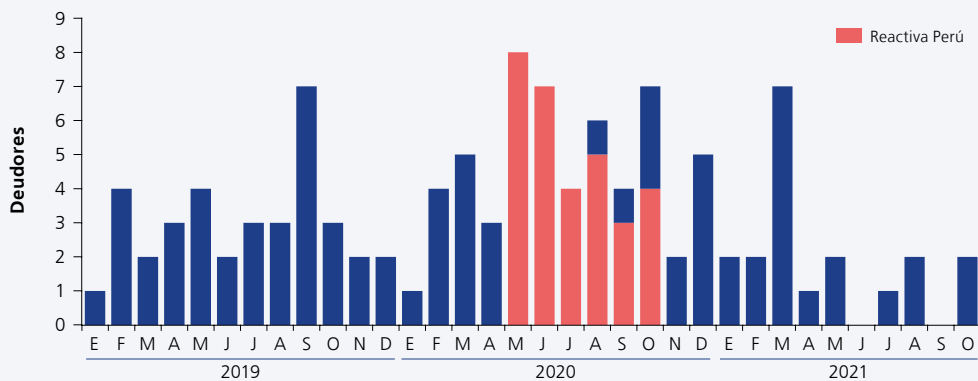
2/Datos de octubre 2021.

Fuente: RCC.

Ahora bien, la bancarización por segmento de crédito en términos del número de nuevos deudores muestra que:

- i. Los créditos a empresas grandes y corporativas registran un incremento en la bancarización muy reducido, por debajo de las 10 empresas por mes, dado que la mayoría de empresas de este segmento ya tienen acceso a un algún producto financiero. Asimismo, la mayor parte de nuevas empresas durante el periodo de confinamiento corresponden a aquellas que accedieron a Reactiva. Si bien, los niveles de bancarización no han vuelto a su nivel previo a la pandemia, el margen es muy corto dada la naturaleza de este segmento.

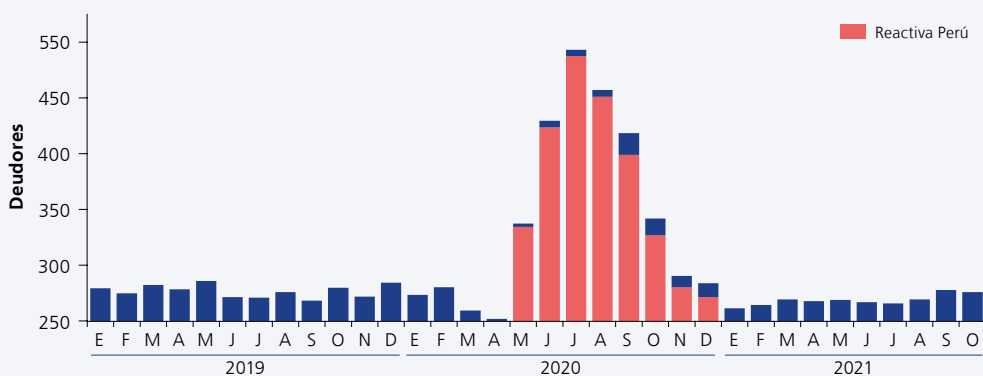
NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS GRANDES Y CORPORATIVAS
(Número de deudores)



Nota: Se excluyen los créditos por sobregiro de cuenta corriente.
Fuente: RCC.

- ii. El número de nuevos créditos a medianas empresas tuvo una gran expansión durante 2020; sin embargo, esta regresó a sus niveles previos a la pandemia en 2021. Asimismo, se observa que la mayor parte de los nuevos deudores durante el periodo de confinamiento corresponde a los beneficiarios de Reactiva.

NUEVOS CRÉDITOS A MEDIANAS EMPRESAS
(Número de deudores)

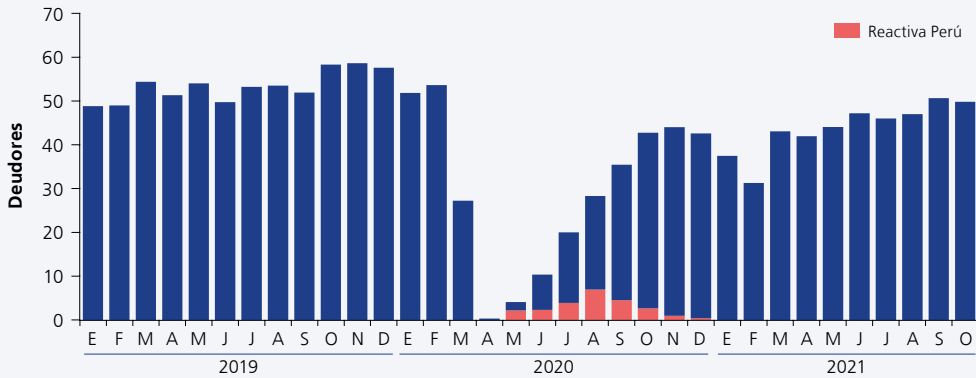


Nota: Se excluyen los créditos por sobregiro de cuenta corriente.
Fuente: RCC.



- iii. El número de nuevos créditos a pequeñas y microempresas tuvo una rápida recuperación a fines de 2020, aunque aún se encuentra debajo de lo observado antes de la pandemia.

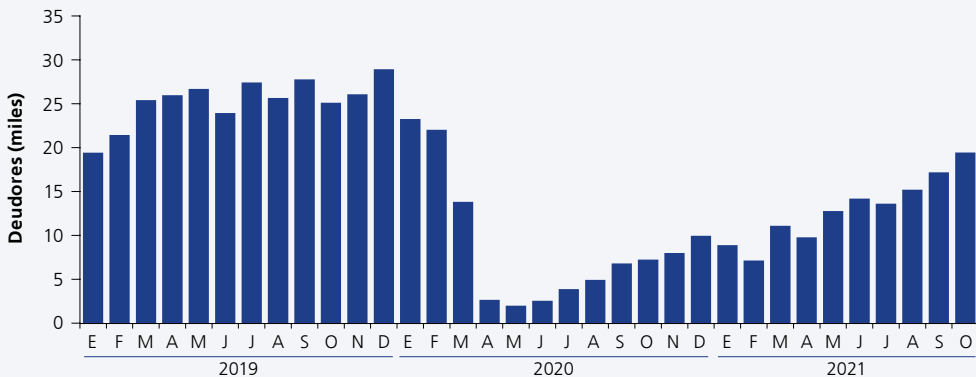
NUEVOS CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICROEMPRESAS
(Número de deudores)



Nota: Se excluyen los créditos por sobregiro de cuenta corriente.
Fuente: RCC.

- iv. El número de nuevos créditos de consumo mediante tarjetas de crédito tuvo una abrupta caída al inicio de la pandemia, y empezó a mantener una tendencia positiva desde julio de 2020. Sin embargo, aún se mantiene por debajo de lo observado previo a la pandemia.

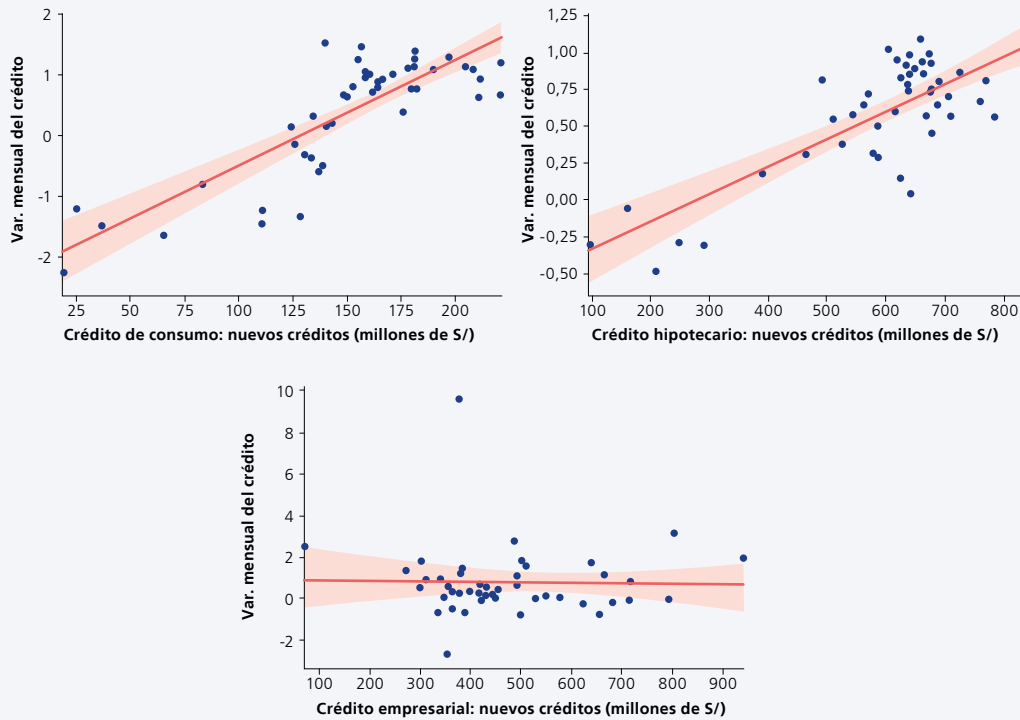
NUEVOS CRÉDITOS DE CONSUMO MEDIANTE TARJETAS DE CRÉDITO
(Número de deudores)



Fuente: RCC.

- v. El número del resto de nuevos créditos de consumo muestra una dinámica similar al de tarjetas de crédito, aunque con una recuperación más rápida. Esta variable aún no alcanza los niveles previos a la pandemia.

GRÁFICOS DE DISPERSIÓN: VARIACIÓN MENSUAL Y NUEVOS CRÉDITOS POR SEGMENTO DE CRÉDITO



Nota: El eje vertical toma en cuenta la variación porcentual mensual de cada segmento de crédito; en tanto el eje horizontal, el monto de créditos de los nuevos deudores de cada mes. Se incluye la tendencia lineal y las bandas de confianza al 95 por ciento.
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

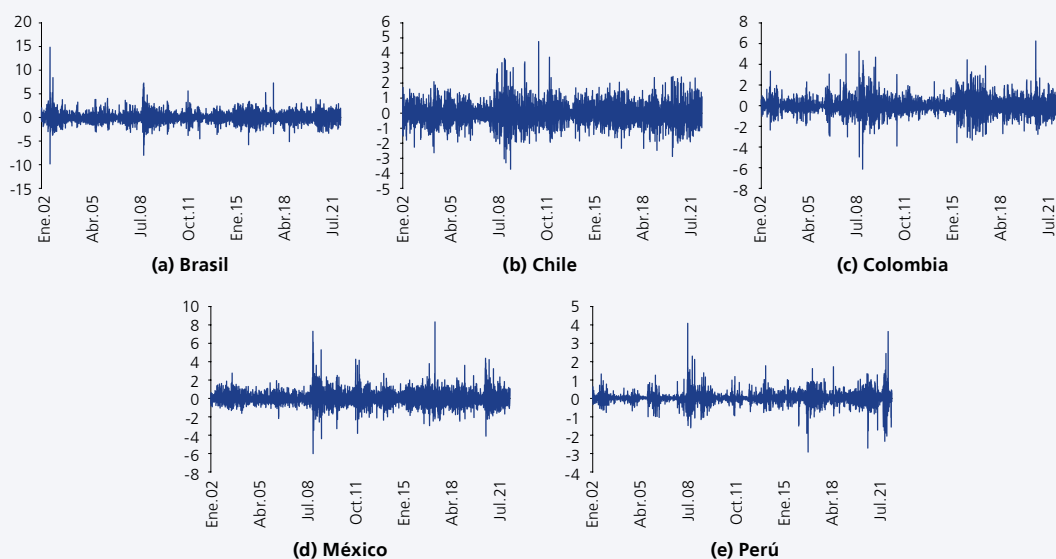
En conclusión, la inclusión de nuevos deudores en el sistema financiero se redujo en todos los segmentos de crédito durante la pandemia. No obstante, se observan diferencias importantes durante el periodo de recuperación, las cuales se explican por la dinámica de la bancarización propias de cada segmento crediticio. Se puede notar que solo el segmento hipotecario ha recuperado (e incluso superado) sus niveles de bancarización previos a la pandemia. Asimismo, la bancarización es un factor importante, especialmente para los segmentos de consumo e hipotecario. Este último debido a que la bancarización puede ser considerada como nuevos créditos, dada la naturaleza de largo plazo del segmento hipotecario. Por su parte, la bancarización es menos relevante en el segmento corporativo y empresas grandes, los cuales por su tamaño ya están incluidos en el sistema financiero.

Recuadro 8
VOLATILIDAD CAMBIARIA EN AMÉRICA LATINA: FACTORES COMUNES E IDIOSINCRÁTICOS⁴²

Los mercados de divisas son cruciales para la determinación del precio de la moneda local, es decir, el tipo de cambio, frente al dólar estadounidense o cualquier otra moneda de una economía avanzada. Siempre, especialmente para el caso de economías pequeñas y abiertas, y en general de mercados emergentes, el tipo de cambio es un precio relativo crucial para el equilibrio macroeconómico. Asimismo, la volatilidad del tipo de cambio es también una variable sumamente relevante para la determinación de la estabilidad financiera, en particular cuando se cuenta con dolarización financiera parcial, y también con diferentes eslabones de las cadenas productivas que facturan en dólares más allá de la propia actividad de comercio exterior.

En los países de América Latina donde se pone en práctica el régimen de metas de inflación, aunque tienen cierto margen para fluctuaciones independientes del tipo de cambio en función de los fundamentos macroeconómicos, observamos un comovimiento parcial en los rendimientos diarios de estas monedas. Parte de la explicación de esta sincronización es la fuerte influencia del dólar en estas economías, tanto en el comercio internacional como en los mercados financieros (por ejemplo, de contratos a plazo u operaciones de cobertura, etc.). Así, se pueden apreciar *clusters* de volatilidad en ciertos episodios comunes, tales como la Crisis Financiera Internacional de 2008, el *Taper Tantrum* de 2013, y el último episodio asociado a la pandemia del COVID-19⁴³. Asimismo, en cada país se puede observar también cierto nivel de volatilidad en episodios de mayor incertidumbre a nivel doméstico (por lo general por factores políticos), como los asociados a elecciones generales.

RETORNOS DIARIOS DEL TIPO DE CAMBIO EN LA REGIÓN: 2002-2021*
(En porcentaje)



* Al 31 de octubre de 2021.
Fuente: Reuters.

42 Recuadro basado en el trabajo presentado en el Encuentro de Economistas del BCRP: Pérez, Fernando (2021), "FX Volatility LATAM: Common and Idiosyncratic Factors", BCRP.

43 Al respecto, Fratzscher (2009) desarrolla esta idea de sincronización de volatilidades en un contexto de crisis global. Ver: i) Fratzscher, M. (2009). What explains global exchange rate movements during the financial crisis? *Journal of International Money and Finance*, 28 (8), 1390-1407, *the Global Financial Crisis: Causes, Threats and Opportunities*, ii) Coudert, V., Couharde, C. and Mignon, V. (2011). Exchange rate volatility across financial crises. *Journal of Banking Finance*, 35 (11), 3010-3018.



En este contexto, nuestro interés particular es el de capturar el componente común de la volatilidad para las monedas de la región, y determinar la fracción de la volatilidad total explicada por este factor. Esto nos dará una idea clara de qué parte de la volatilidad del tipo de cambio se debe a factores nacionales o internacionales. Se define el retorno del tipo de cambio $r_{i,t} = 100(e_{i,t} - e_{i,t-1}) / e_{i,t-1}$ para cada país $i = 1, \dots, N$, y se considera la representación de volatilidad estocástica siguiente⁴⁴:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \exp\left(\frac{b_i h_t}{2} + \frac{h_{i,t}}{2}\right) v_{i,t}, \quad v_{i,t} \sim i.i.d.N(0,1)$$

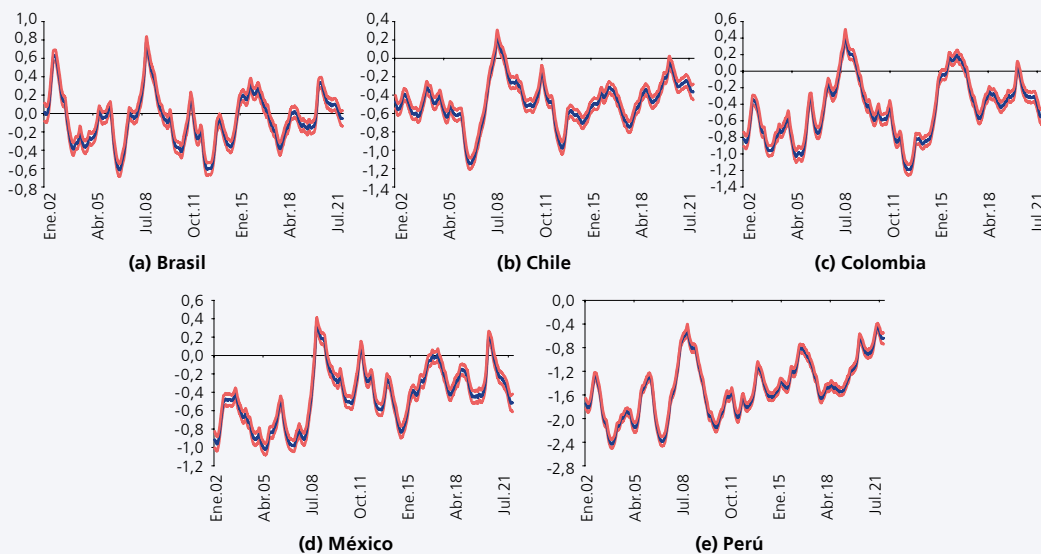
$$h_t = h_{t-1} + \eta_t, \quad \eta_t \sim i.i.d.N(0, \sigma_\eta^2)$$

$$h_{i,t} = h_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}, \quad \epsilon_{i,t} \sim i.i.d.N(0, \sigma_{\epsilon_i}^2)$$

El componente h_t representa a la volatilidad común a todas las economías bajo análisis, donde existe también un peso específico para cada una de estas ($b_i > 0$). Es decir, el factor común de volatilidad tendrá un impacto diferenciado para cada economía, dependiendo de las características específicas de cada mercado. Asimismo, cada país tiene un componente de volatilidad idiosincrática $h_{i,t}$, el cual se asume que es independiente al factor común previamente descrito, lo que es crucial para la identificación de cada uno de estos elementos⁴⁵.

VOLATILIDAD CAMBIARIA EN LATAM: 2002-2021

(Valor mediano y bandas del 68% más probable)



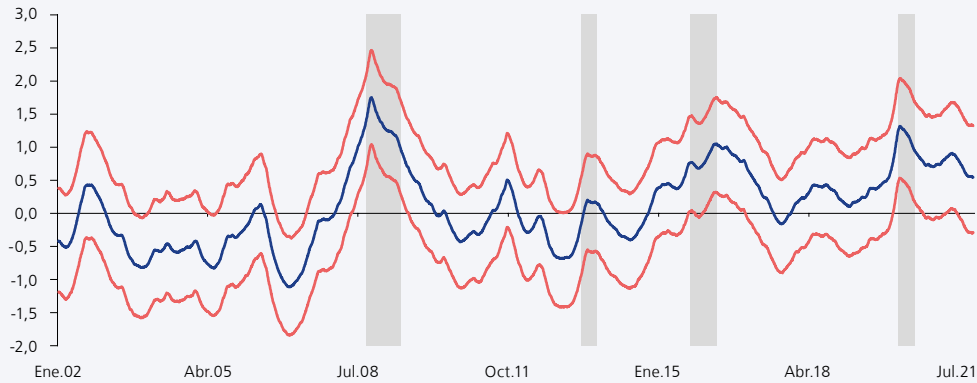
Con ello, utilizando datos de retornos diarios para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en el intervalo de enero de 2002 a octubre de 2021, se obtiene la volatilidad del tipo de cambio para cada uno de los países bajo análisis. Dicha volatilidad puede tomar valores negativos debido a que se encuentra en escala logarítmica. En estas volatilidades estimadas se pueden apreciar picos importantes, como en el

44 Este tipo de modelos de volatilidad estocástica se estiman a través de técnicas bayesianas de tipo Monte Carlo con Cadenas de Markov (MCMC). Ver i) Kim, S., Shephard, N. and Chib, S. (1998). Stochastic volatility: Likelihood inference and comparison with ARCH models. *The Review of Economic Studies*, 65 (3), 361-393; ii) Del Negro, M. and Primiceri, G. (2015). Time varying structural vector autoregressions and monetary policy: A corrigendum. *Review of Economic Studies*, 82, 1342-1345.

45 Ver especificaciones similares en i) Laurini, M. and Mauad, R. (2015). A common jump factor stochastic volatility model. *Finance Research Letters*, 12, 2-10; ii) Lee, E., Han, D., Ito, S. and Nayga, R. (2017). A common factor of stochastic volatilities between oil and commodity prices. *Applied Economics*, Taylor and Francis Journals, 49 (22), 2203-2215; iii) Qu, Z. and Perron, P. (2013). A stochastic volatility model with random level shifts and its applications to SP 500 and NASDAQ return indices. *The Econometrics Journal*, 16 (3), 309-339.

caso del año 2008 y 2020, fenómenos que se explicarán a continuación. Asimismo, en Perú destaca el incremento de la volatilidad durante el último episodio de incertidumbre política, alcanzando niveles similares a los de la Crisis Financiera Internacional.

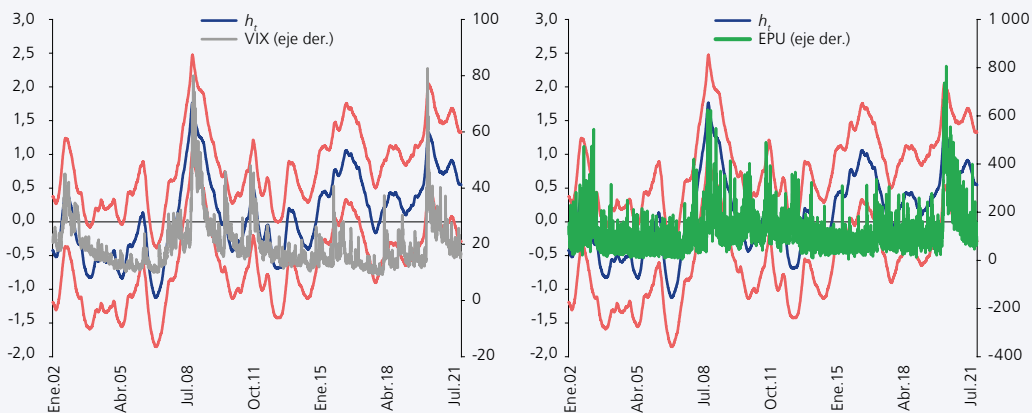
FACTOR COMÚN DE VOLATILIDAD EN LATAM h_t : 2002-2021
(Valor mediano y bandas del 68% más probable)



Las áreas grises representan los episodios globales: i) Crisis Financiera Global (2008), ii) Taper Tantrum (2013), iii) el inicio de alzas de las tasas de interés internacionales y la incertidumbre global del primer trimestre de 2016 y iv) el inicio de la pandemia del COVID-19.

Dado el modelo especificado, estas volatilidades pueden ser descompuestas en un factor común y otro idiosincrático. En cuanto al factor común, este se muestra en el gráfico anterior. En cada uno de los episodios globales sombreados se puede apreciar un aumento significativo y persistente de este factor, lo que se traduce en una mayor sincronización en los retornos de las monedas de la región. Generalmente esto se canaliza a través de noticias o señales que recibe el mercado, y ello deriva en la determinación de un nuevo precio de equilibrio en base a la oferta y demanda, tanto por el lado de operaciones *spot* como de instrumentos derivados. Destaca el hecho que este factor alcanzó su pico histórico durante la Crisis Financiera de 2008, no siendo este superado por los eventos subsecuentes, aunque en la pandemia del COVID-19 alcanzó niveles cercanos. Vale la pena resaltar también que el factor global estimado está altamente correlacionado con otras medidas globales de incertidumbre, tales como el VIX⁴⁶ o el EPU⁴⁷ de Estados Unidos, como se muestra a continuación.

FACTOR COMÚN DE VOLATILIDAD h_t Y MEDIDAS DE INCERTIDUMBRE: 2002-2021
(Valor mediano y bandas del 68% más probable)



Fuente para VIX y EPU: FRED Database.

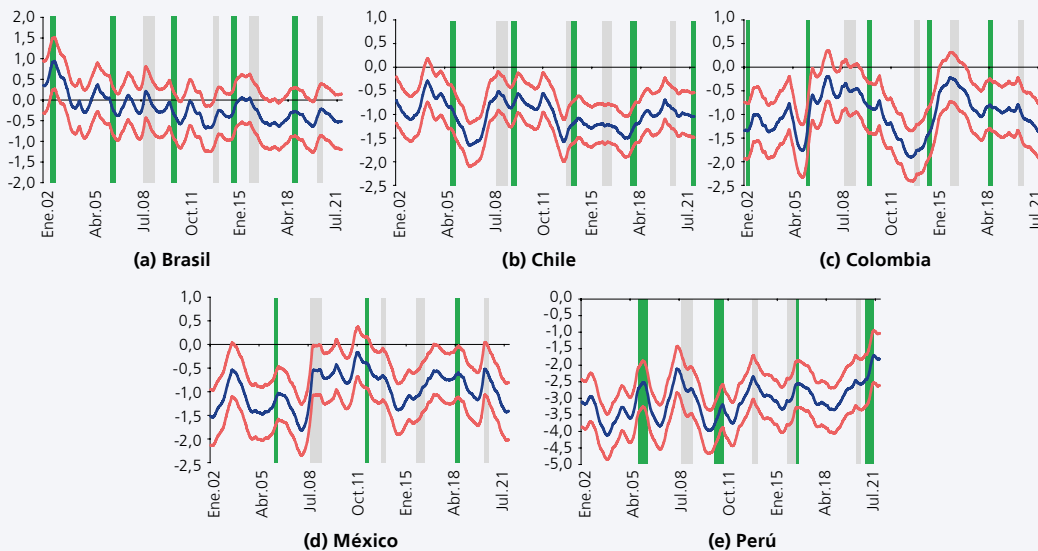
46 El VIX es un índice de volatilidad, en tiempo real, creado por el Chicago Board Options Exchange (CBOE)
47 El EPU, por sus siglas en inglés, es el Índice de Incertidumbre sobre Política Económica.



Si bien se ha mostrado que la volatilidad cambiaria en la región está altamente sincronizada, es importante notar que hay factores domésticos que también influyen en la misma. Así, para cada uno de los países bajo análisis se muestra el componente de volatilidad idiosincrática, también en escala logarítmica, en el gráfico siguiente. En consecuencia, en la mayoría de casos se observa un aumento de la volatilidad idiosincrática relacionada con estos periodos electorales, lo que es bastante notorio en especial en el caso peruano, seguido del caso de Brasil, México, Colombia y Chile. Otro punto importante que se puede apreciar de este resultado, es que también se observa en algunos casos, saltos en la volatilidad idiosincrática luego de eventos globales. Si bien se ha aislado el efecto asociado al factor de sincronización, esto último se debería a un efecto contagio derivado de la incertidumbre global, el cual se ve amplificado por el deterioro de las condiciones domésticas. Un claro ejemplo de ello son las mencionadas crisis globales, así como también el reciente episodio de pandemia. De otro lado, cabe destacar la menor magnitud de la volatilidad idiosincrática en el caso peruano respecto a sus pares de la región, lo que estaría asociado a la mayor credibilidad del sol adquirida en los últimos años, y también al hecho que los agentes participantes internalizan el hecho de que el Banco Central podría intervenir en el mercado para mitigar esta volatilidad.

FACTOR IDIOSINCRÁTICO DE VOLATILIDAD $h_{i,t}$: 2002-2021

(Valor mediano y bandas del 68% más probable)



Las áreas grises representan los episodios globales: i) Crisis Financiera Global (2008), ii) Taper Tantrum (2013), iii) el inicio de alzas de las tasas de interés internacionales y la incertidumbre global del primer trimestre de 2016 y iv) el inicio de la pandemia del COVID-19. Las áreas verdes capturan en cada caso el periodo de elecciones generales con tres meses de anticipación.

Finalmente, con el objetivo de cuantificar qué factor es el que predomina en la volatilidad agregada, se construye un indicador a partir de los resultados de la estimación del modelo. Este indicador de volatilidad relativa se define como:

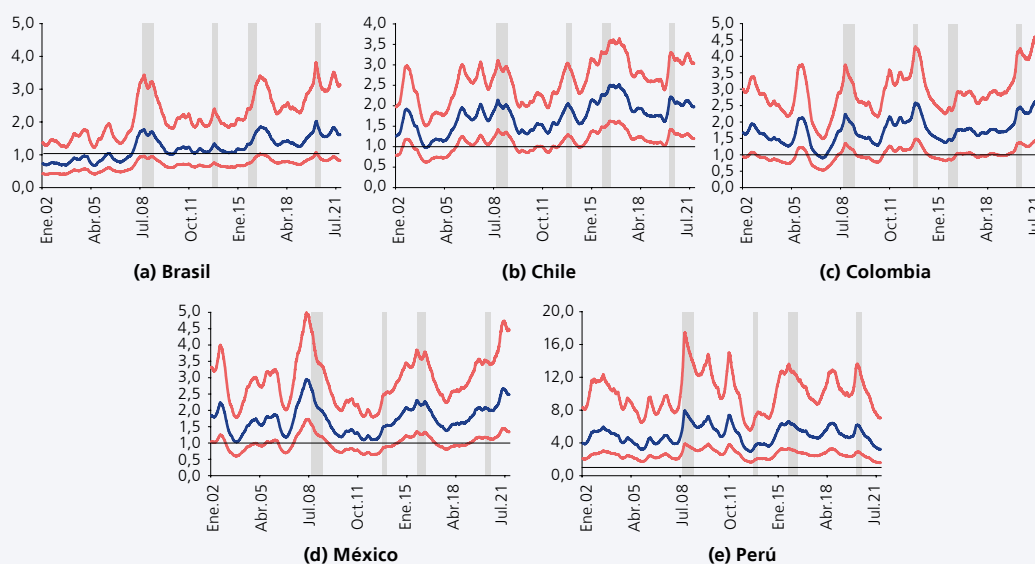
$$I_{i,t} = \frac{\exp\left(\frac{b_i * h_t}{2}\right)}{\exp\left(\frac{h_{i,t}}{2}\right)}$$

Es importante notar que en la construcción de este indicador el coeficiente ($b_i > 0$) juega un papel crucial, ya que representa el impacto directo que tiene la volatilidad global sobre la de cada país, y dichos coeficientes estimados oscilan entre 0,5 y 1,0 para estas economías bajo análisis. Dado lo anterior, es

posible contrastar la hipótesis $H_0: I_{i,t} > 1$ para cada país, que significaría que la contribución del factor global es significativamente mayor a la local. En el gráfico siguiente se muestra el indicador resultante para cada país, y se traza la línea de $I_{i,t} = 1$ para efectuar el contraste. Dichos resultados muestran que, con la excepción de Brasil, seguido de México, en la mayoría de casos y para casi la totalidad de la muestra se observa que el factor global es el predominante en la volatilidad cambiaria. Para referencia, se añadieron aquí también las áreas grises asociadas a los eventos globales mencionados líneas arriba. Se puede así apreciar claramente que esta contribución relativa se intensifica durante estos eventos marcados, dejando claro que este efecto no es constante en el tiempo. Asimismo, en términos de magnitud, destaca el caso de Perú, donde este indicador es sustancialmente más alto que en el resto de países (aunque se ha venido reduciendo en los últimos meses), lo que es resultado también de la menor volatilidad idiosincrática mencionada líneas arriba.

INDICADOR DE VOLATILIDAD GLOBAL RELATIVA A LA DOMÉSTICA

(Valor mediano y bandas del 68% más probable)



Las áreas grises representan los episodios globales: i) Crisis Financiera Global (2008), ii) Taper Tantrum (2013), iii) el inicio de alzas de las tasas de interés internacionales y la incertidumbre global del primer trimestre de 2016 y iv) el inicio de la pandemia del COVID-19. Las áreas verdes capturan en cada caso el periodo de elecciones generales con tres meses de anticipación.

A manera de conclusión, se ha estimado la volatilidad cambiaria de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y se ha identificado el componente común e idiosincrático. El factor común obtenido muestra una alta correlación con eventos globales, tales como diferentes episodios de crisis, y ello se condice con otras medidas de incertidumbre populares en el mercado (VIX y EPU). Asimismo, la contribución del factor global es por lo general relativamente mayor a la doméstica (a excepción del caso de Brasil), destacando una mayor contribución en el caso de Perú. Finalmente, la volatilidad idiosincrática o doméstica suele estar bastante correlacionada con los periodos preelectorales.



VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

90. La **inflación** interanual aumentó a 5,66 por ciento en noviembre, desde 4,95 por ciento en agosto, impulsada por el mayor precio de los alimentos con alto contenido importado, los combustibles; así como por la depreciación del sol. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 2,39 a 2,91 por ciento en el mismo periodo, manteniéndose dentro del rango meta. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican por encima del rango meta y muestran una tendencia al alza.

Gráfico 112
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)

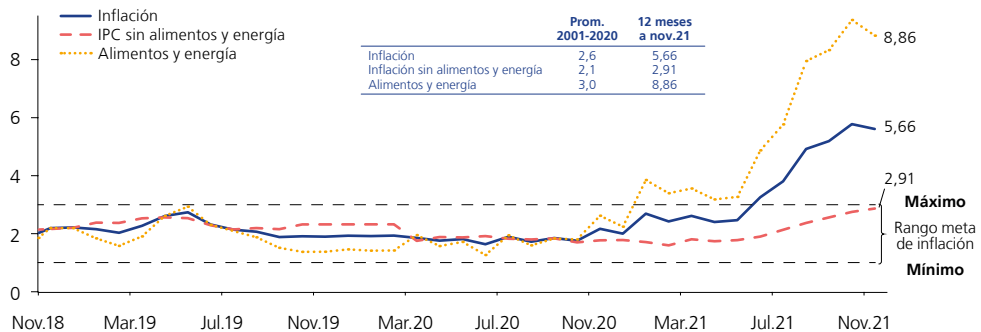
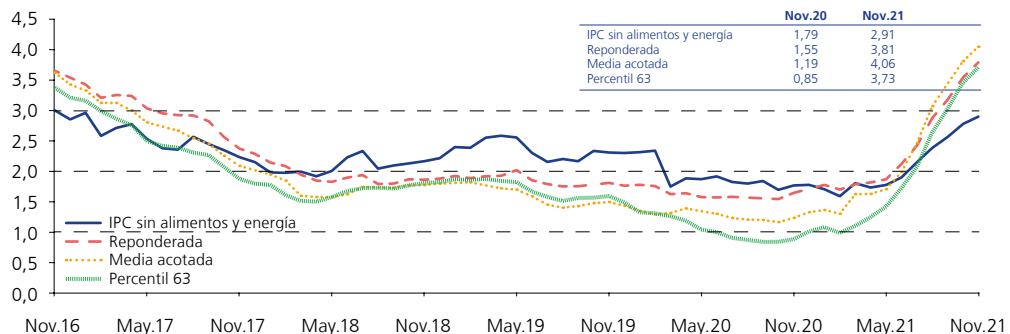


Gráfico 113
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



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.

91. La tendencia al alza de la inflación de los últimos meses es consecuencia principalmente de un fenómeno global, que se explica por problemas de oferta y por la rápida recuperación de la economía mundial. Entre esos factores está la elevación significativa de los precios internacionales de los *commodities*, en particular del petróleo y de algunos alimentos como el trigo, el maíz y el aceite de soya. Al aumento de las cotizaciones se suma el mayor costo de los fletes marítimos, fertilizantes químicos y otros insumos, así como el aumento local del tipo de cambio.
92. El aumento en el costo de los insumos se ha reflejado en el alza del Índice de Precios al por Mayor (IPM), el cual ha crecido 13,2 por ciento en 2021 (13,9 por ciento de variación interanual a noviembre), alcanzando así su nivel más alto desde setiembre de 1994 (15,1 por ciento). A esta dinámica, se suma el incremento del tipo de cambio (depreciación acumulada entre enero y noviembre de 2021 de 11,6 por ciento, o 11,4 por ciento interanual), que afecta el costo de los insumos importados en moneda local.
93. De este modo, los rubros más vinculados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y contratos vinculados al IPM contribuyeron con 3,2 puntos porcentuales a la variación 12 meses de la inflación al mes de noviembre. Como referencia en diciembre 2020, estos mismos rubros contribuyeron en 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual, que fue 2,0 por ciento. La diferencia entre estas contribuciones tan solo representa los efectos directos de los choques antes mencionados, y no el efecto total que estos aumentos significan (incluyendo efectos de segundo orden o indirectos).

Cuadro 48

RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso	Var% 12m Dic.20	Contr. Pond.	Var% 12m Nov.21	Contr. Pond.
IPC	100,00	1,97	1,97	5,66	5,66
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,06	1,66	0,21	3,66	0,47
Aparatos electrodomésticos	1,29	-0,42	0,00	3,47	0,03
Artículos del cuidado personal	4,93	0,75	0,03	1,72	0,08
Artículos de limpieza	0,92	0,74	0,01	3,50	0,03
Productos medicinales	2,08	5,53	0,11	1,72	0,04
Compra de vehículos	1,62	3,34	0,06	7,73	0,13
Repuestos y lavado de vehículos	0,21	2,15	0,00	8,41	0,02
Reparación de vehículos	0,20	2,04	0,00	8,45	0,02
Alquileres	2,41	0,50	0,01	1,17	0,02
Pasajes de avión	0,41	-3,32	-0,01	33,70	0,10
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,83		0,19		2,07
Vinculados a commodities de alimentos	7,03	4,83	0,30	15,71	1,02
Carne de pollo	2,96	6,63	0,17	11,65	0,33
Pan	1,92	0,25	0,00	14,98	0,25
Azúcar	0,53	16,41	0,08	11,77	0,06
Fideos	0,54	5,60	0,03	10,37	0,06
Aceites	0,52	4,09	0,02	63,20	0,29
Huevos	0,58	0,00	0,00	7,12	0,03
Combustibles	2,79	-4,20	-0,11	43,51	1,05
Gasolina y lubricantes	1,30	-11,16	-0,14	49,03	0,51
Gas	1,40	1,97	0,02	41,72	0,52
Otros combustibles	0,09	3,02	0,00	10,55	0,01
Consumo de gas natural para la vivienda	0,01	-5,26	0,00	25,85	0,00
Rubros relacionados al IPM	1,64		0,06		0,26
Consumo de agua	1,64	3,03	0,06	13,74	0,26
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95		0,24		0,36
Electricidad	2,95	6,73	0,24	9,59	0,36
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,47	2,58	0,70	11,55	3,16
Resto	71,54	1,75	1,27	3,44	2,50





94. La confluencia de todos los choques antes mencionados, ha tenido un mayor impacto sobre la inflación del grupo de alimentos y energía, cuya variación impulsó en mayor medida, el crecimiento de la inflación total en los últimos doce meses. Dentro del grupo, los precios de los combustibles son los que más se incrementaron (43,5 por ciento), seguidos por las tarifas eléctricas (9,6 por ciento). Finalmente, el precio de los alimentos habría crecido 6,7 por ciento.

Cuadro 49
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2019	2020	2021	
				Ene.-Nov.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,97	5,60	5,66
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,30	1,76	2,56	2,91
a. Bienes	21,7	1,39	1,52	2,33	2,40
b. Servicios	34,8	2,86	1,91	2,70	3,22
Educación	9,1	5,22	1,98	1,60	1,60
Salud	1,1	1,47	1,20	2,64	2,98
Otros	24,6	1,79	1,91	3,24	4,04
2. Alimentos y energía	43,6	1,43	2,22	9,18	8,86
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,00	2,24	7,20	6,70
Alimentos dentro del hogar	26,1	0,63	2,89	8,99	8,10
Comidas fuera del hogar	11,7	1,69	1,00	3,73	3,99
b. Combustibles y electricidad	5,7	4,32	2,13	21,97	22,91
Combustibles	2,8	-0,39	-4,20	41,33	43,51
Electricidad	2,9	8,04	6,73	9,30	9,59

95. Algunos componentes del IPC se desviaron de sus variaciones promedio históricas. Por ejemplo, los servicios con mayor incremento de precios en los últimos doce meses fueron los de salud (3,0 por ciento), lo cual reflejaría el mayor requerimiento de atención médica y sanitaria por efecto de la pandemia. El rubro de comidas fuera del hogar presentó una tasa mayor a la registrada en el periodo 2001-2020, debido al aumento del costo de insumos y a una recuperación del nivel de concurrencia a los restaurantes a medida que ha avanzado el proceso de reapertura de la economía y se ha acelerado el ritmo de la vacunación.
96. En cuanto a la evolución durante 2021, en el periodo comprendido entre los meses de enero y noviembre, el nivel general de precios aumentó 5,60 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 2,56 por ciento en el mismo periodo, mientras que el rubro de alimentos y energía lo hizo a una tasa mayor, de 9,18 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 7,20 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 21,97 por ciento, reflejando el alza de 41,33 por ciento de los precios de los combustibles y de 9,30 por ciento de las tarifas de electricidad.
97. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-noviembre fueron comidas fuera del hogar, pollo, gasolina, gas y electricidad, mientras que los rubros con una contribución negativa más alta fueron plátano, mandarina, limón, naranja de mesa y ajos.

Cuadro 50
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-NOVIEMBRE 2021

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,7	0,51	Plátano	0,3	-8,4	-0,04
Carne de pollo	3,0	19,1	0,50	Mandarina	0,2	-9,0	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	46,9	0,50	Limón	0,2	-7,8	-0,02
Gas	1,4	39,2	0,50	Naranja de mesa	0,1	-13,7	-0,01
Electricidad	2,9	9,3	0,35	Ajos	0,1	-11,6	-0,01
Aceites	0,5	63,2	0,29	Transporte nacional	0,3	-2,3	-0,01
Pan	1,9	15,1	0,25	Uva	0,1	-6,2	-0,01
Consumo de agua	1,6	11,6	0,22	Palta	0,1	-3,5	-0,01
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	1,6	0,17	Apio	0,0	-13,6	-0,01
Compra de vehículos	1,6	7,6	0,13	Servicio de internet y otros	0,8	-1,1	-0,01
Total			3,42	Total			-0,15

Alimentos

En el periodo de enero a noviembre destacaron las alzas en productos comidas fuera del hogar, carne de pollo, aceites y pan; todos ellos con alto contenido importado.

El alza de los precios de comidas fuera del hogar (3,7 por ciento) ha sido impulsada por el aumento del precio del menú en restaurantes. Así, este rubro se habría visto afectado por el mayor costo de los principales insumos alimenticios como son el pollo, el aceite y los productos farináceos. Además, la liberación de aforos y el avance de la vacunación, habrían contribuido con una mayor concurrencia a estos locales. A pesar de las alzas, la variación acumulada de este rubro en el presente año es menor al de los alimentos dentro del hogar (7,2 por ciento).

El aumento del precio del pollo (19,1 por ciento) respondió al incremento de los costos de producción, afectados por la mayor cotización internacional del maíz amarillo duro, principal insumo del alimento de las aves (variación acumulada en el año de 29,1 por ciento, y 35,9 por ciento interanual) y por el incremento del tipo de cambio. Ello en un contexto de aumento de costos, que afectarían la oferta de pollo, y de menor disponibilidad de productos sustitutos como el pescado.

En lo que se refiere al pan (15,1 por ciento), la cotización internacional del trigo alcanzó un incremento de 34,1 por ciento en los primeros once meses del año (68,2 por ciento interanual), a lo que se sumó el aumento del tipo de cambio.

En el caso del aceite (63,2 por ciento), los costos de producción aumentaron por el alza del precio internacional del aceite de soya, su principal insumo, y por la depreciación del tipo de cambio. Si bien la cotización alcanzó su pico en junio, aún se mantiene en niveles de máximo histórico.

Combustibles

La variación del rubro gasolina y lubricantes (46,9 por ciento) reflejó principalmente la dinámica de los precios finales de los gasoholes y el precio del diésel vehicular, acorde





a la variación promedio de los precios ex planta de las refinerías locales. Ello, a su vez, reflejó mayormente las alzas del marcador internacional (precio en la Costa del Golfo). La inclusión del diésel al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) desde el 16 de noviembre habría frenado parcialmente el alza hacia el final del periodo.

En el caso del balón de gas doméstico (39,2 por ciento), su encarecimiento estuvo en relación al aumento del precio de referencia internacional (precios del gas propano y butano en Mont Belvieu) y al mayor tipo de cambio. Sin embargo, la inclusión del GLP envasado al FEPC desde el 6 de setiembre habría ayudado a frenar el alza de manera temporal: el mecanismo de ajuste de la banda habría impulsado un nuevo aumento en noviembre, debido a que esta se encontraba muy por debajo del precio de paridad.

Servicios Públicos

El rubro de electricidad (9,3 por ciento) refleja los reajustes de una serie de componentes afectados por los aumentos del IPM, del tipo de cambio, y de los precios del cobre y el aluminio.

En el caso de la tarifa por consumo de agua (11,6 por ciento) el alza respondería a los ajustes automáticos por el aumento acumulado del IPM. De acuerdo con la legislación, la tarifa se actualiza cada vez que la variación acumulada del IPM supera el 3 por ciento. En el presente año el IPM ha cruzado ese umbral en los meses de febrero, junio y agosto. Primero, en marzo la tarifa subió 2,9 por ciento. Luego, en julio se autorizó una nueva alza con base al incremento del IPM entre junio y febrero de 2021 (4,6 por ciento), con lo cual la tarifa subió paulatinamente 1,87 por ciento en julio, 1,96 por ciento en agosto y 0,71 por ciento en setiembre. Finalmente, en noviembre se registró la última alza de 3,4 por ciento, por un incremento del IPM entre junio y agosto de la misma magnitud.

Bienes

En la categoría de bienes, se registraron alzas en el rubro de compra de vehículos (7,6 por ciento). Ello respondería principalmente al impacto del crecimiento acumulado del tipo de cambio en 2021, sin embargo, en noviembre se observó una reducción en los precios de los vehículos de 1,5 por ciento debido a la reversión del tipo de cambio durante octubre.

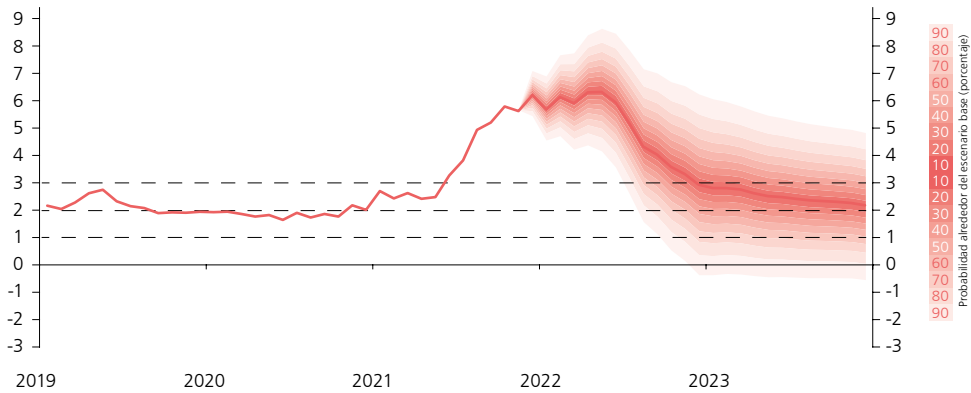
Proyecciones

98. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y a sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias tanto de demanda como de oferta.

A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la recuperación gradual de la actividad económica, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta en el segundo semestre de 2022 y converja hacia su valor central hacia fines del horizonte de proyección. Esta proyección asume la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) en

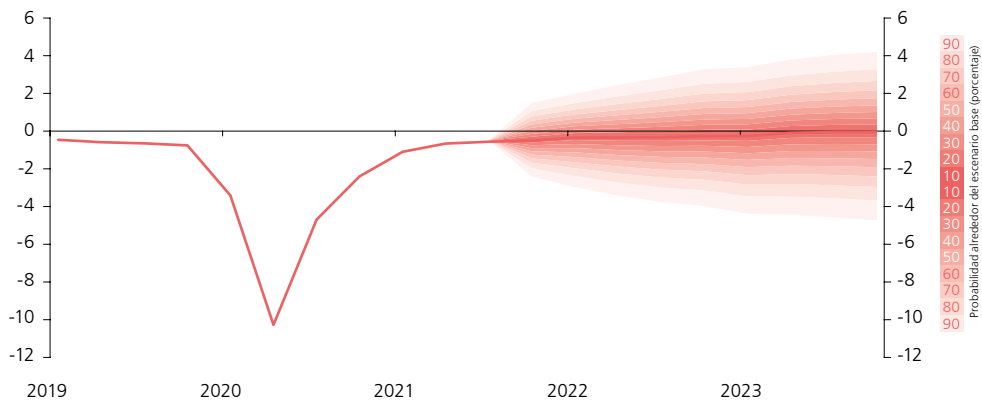
un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente conforme la economía agregada registre un nivel igual o superior al observado previo a la pandemia, y donde continúa el retiro gradual del estímulo monetario y las expectativas de inflación retornan al centro del rango meta en los siguientes meses.

Gráfico 114
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2021-2023
(Variación porcentual últimos doce meses)



99. Para 2022 y 2023 se prevé una recuperación de la brecha de demanda sustentada en la mejora gradual de la economía de nuestros principales socios comerciales, así como también del fortalecimiento de la confianza empresarial.

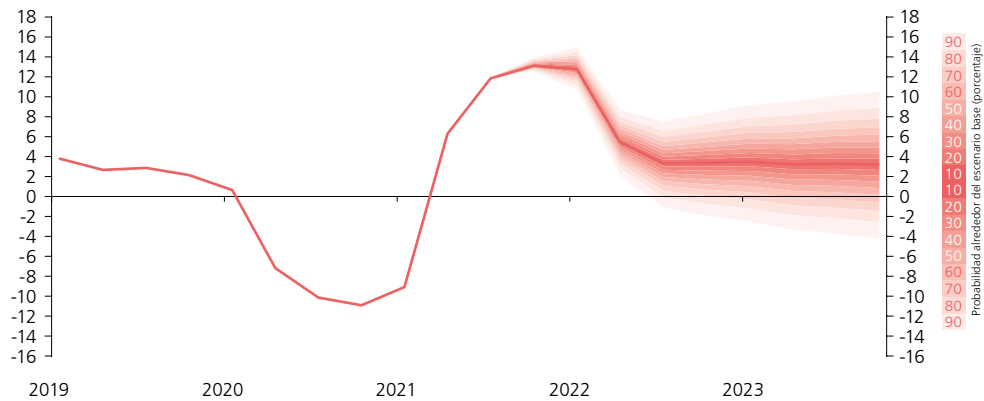
Gráfico 115
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DE DEMANDA: 2021-2023
(Promedio trimestral)



100. La recuperación de la brecha de demanda, junto con la normalización de las actividades económicas, hacen presagiar una recuperación paulatina pero sostenible del nivel de actividad económica.

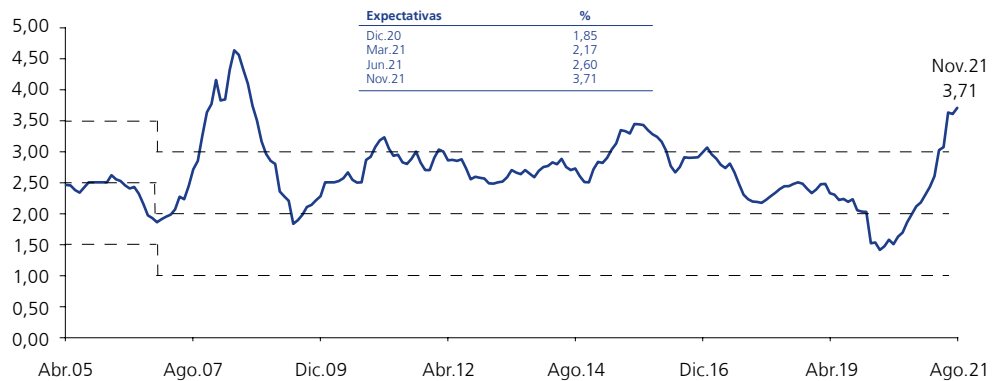


Gráfico 116
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2021-2023
 (Variación porcentual últimos doce meses)



101. 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 4,10 y 5,80 por ciento para 2021, entre 3,21 y 3,55 por ciento para 2022 y entre 2,80 y 3,00 por ciento para 2023; indicando que estas retornarán al rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Cabe señalar que las expectativas de inflación a doce meses en noviembre de 2021 ascendieron a 3,71 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 117
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
 (Puntos porcentuales)



Cuadro 51
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
 (En porcentaje)

	RI Mar.21	RI Jun.21	RI Set.21	RI Dic.21*
Sistema Financiero				
2021	2,00	2,50	3,60	5,80
2022	2,00	2,20	3,00	3,50
2023				3,00
Analistas Económicos				
2021	2,20	2,50	3,74	5,75
2022	2,30	2,45	2,55	3,55
2023				2,80
Empresas No Financieras				
2021	2,00	2,39	3,20	4,10
2022	2,20	2,30	3,00	3,21
2023				3,00

*Encuesta realizada al 30 de noviembre.

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 16,1 por ciento en 2021, principalmente por el aumento en el precio del crudo del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y la soya. Para 2022 se espera un incremento de 3,6 por ciento básicamente por alzas en el precio del crudo del petróleo y del trigo; mientras que se espera que estos precios se mantengan en promedio durante 2023. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado a noviembre muestran niveles entre S/ 4,00 y S/ 4,10 para 2021, entre S/ 4,10 y S/ 4,20 para 2022 y entre S/ 4,01 y 4,25 para 2023.

Cuadro 52
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En soles por dólar)

	RI Mar.21	RI Jun.21	RI Set.21	RI Dic.21*
Sistema Financiero				
2021	3,50	3,50	4,10	4,00
2022	3,43	3,50	4,00	4,12
2023				4,20
Analistas Económicos				
2021	3,56	3,70	4,10	4,10
2022	3,53	3,72	4,25	4,20
2023				4,25
Empresas No Financieras				
2021	3,60	3,70	4,00	4,01
2022	3,55	3,60	4,00	4,10
2023				4,01

*Encuesta realizada al 30 de noviembre.

Los efectos mencionados anteriormente contribuirían a que la inflación se mantenga alrededor del centro del rango meta, a pesar que se espera que la brecha del producto registre valores negativos en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

103. El balance de riesgos en la proyección de inflación de este Reporte se mantiene en positivo, sustentado en los siguientes choques:

- **Choques de demanda interna**

De no recuperarse la confianza del consumidor y empresarial, se generaría un menor crecimiento del consumo e inversión del sector privado. Por otro lado, demoras en la ejecución del gasto público, sobre todo el de inversión, podrían también reducir la velocidad de recuperación de la actividad económica. Asimismo, el surgimiento de nuevas variantes del COVID-19 y la desaceleración en el proceso de vacunación podría propiciar nuevas olas de contagios y medidas de contención, afectando también la confianza de los consumidores y de los empresarios. Los impactos de corto y mediano plazo de estos episodios se traducirían en una contracción de la demanda interna, y afectarían negativamente a la inflación a través de una disminución en la brecha del producto.



- **Choques de demanda externa**

El surgimiento de nuevas cepas del virus podría inducir nuevas medidas de confinamiento, contrarrestando el efecto reactivador de las medidas de estímulo fiscal aprobadas en los países desarrollados hacia fines de 2020 e inicios del presente año. Por otro lado, la persistencia de la inflación a nivel mundial y su posible impacto sobre las expectativas de inflación podría gatillar un retiro más acelerado del estímulo monetario. Estos hechos se traducirían en una menor demanda externa con un impacto negativo sobre la inflación.

- **Choques de precio de alimentos y energía**

Pese al actual incremento en los precios internacionales de los alimentos y combustibles, subsisten los riesgos de mayores incrementos en el futuro; debido a los problemas de producción y abastecimiento generados por la actual crisis sanitaria.

- **Choques financieros**

Episodios de salidas de capitales en economías emergentes (asociados principalmente a la postergación de la finalización de la crisis sanitaria y el creciente endeudamiento público y privado), así como la demora en la normalización de la volatilidad en los mercados financieros locales, generaría presiones al alza del tipo de cambio y, por ende, una mayor inflación en el horizonte de proyección.

