



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2023

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2023-2024**

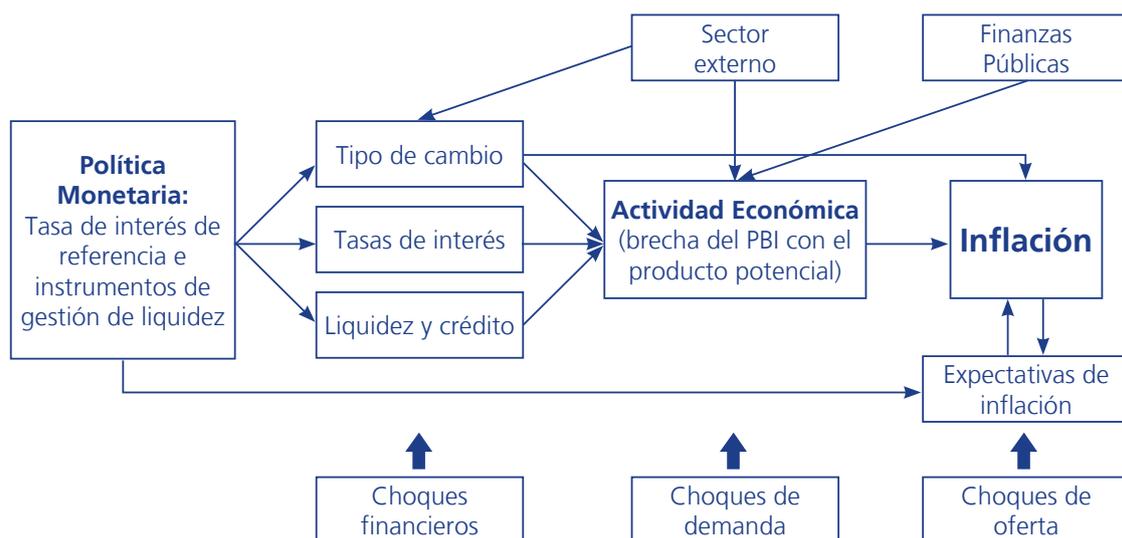


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2024

Junio 2023



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2024

Junio 2023

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	6
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Evolución reciente de la inflación	14
- Respuestas de política monetaria y fiscal	16
- Perspectivas de la economía global	18
- Mercados financieros internacionales.....	19
- Precios de los <i>commodities</i>	24
II. Balanza de pagos	33
- Resultado de las cuentas externas	33
- Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	34
- Cuenta corriente.....	37
- Cuenta financiera	39
- Reservas Internacionales Netas.....	41
III. Actividad económica	43
- PBI sectorial	43
- PBI gasto.....	47
IV. Finanzas públicas.....	76
- Ingresos corrientes.....	78
- Gastos no financieros.....	79
- Postura fiscal.....	80
- Financiamiento y deuda	81
V. Política monetaria y condiciones financieras	86
- Acciones de política monetaria.....	86
- Mercado cambiario.....	96
- Liquidez.....	100
- Crédito al sector privado.....	103
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	113
- Evolución reciente de la inflación	113
- Proyecciones.....	118
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	121
 Recuadros	
1. El Fenómeno El Niño y su impacto en la economía peruana.....	57
2. Crecimiento, precios y pobreza monetaria en el Perú: 2004-2022.....	62
3. Confianza empresarial y actividad económica	67
4. El empleo alrededor del sueldo mínimo: principales características de los trabajos formales e informales en el Perú.....	71
5. Choques de oferta y demanda de crédito en el Perú.....	108
6. Tendencias recientes de las tarifas eléctricas residenciales en la región.....	124

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2023 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a abril de 2023 de las cuentas monetarias; y a mayo de 2023 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. Sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación (un rango entre 1 y 3 por ciento) busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde 2003, el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos, y por distintos canales, a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones significativas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte de Inflación incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2023-2024, que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que puedan desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 8 de junio de 2023.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 15 de setiembre de 2023.



Resumen

- i. La **actividad económica mundial** ha experimentado un crecimiento mayor al previsto durante los primeros meses del año, principalmente impulsado por la expansión del sector servicios. Esto se atribuye al aumento del consumo privado, la disminución de restricciones en varias economías desarrolladas, condiciones favorables en las cadenas de suministro y la recuperación de China tras la reapertura de su economía. Considerando estos factores, se ha revisado al alza el crecimiento mundial estimado para 2023 de 2,4 a 2,5 por ciento. Sin embargo, para 2024, el crecimiento se revisa ligeramente a la baja a 2,8 por ciento, acorde con las expectativas de una desaceleración a finales del cuarto trimestre de 2023 que se prolongaría durante los primeros trimestres del año siguiente.
- ii. Los **términos de intercambio** registraron una caída interanual de 4,9 por ciento en el primer trimestre de 2023, aunque se mantuvieron por encima de los niveles prepandémicos. Este descenso se dio en un contexto de deterioro de las perspectivas de la demanda global, inquietudes por un posible debilitamiento del dinamismo en China y una política monetaria más restrictiva por parte de los principales bancos centrales.

Se prevé que los términos de intercambio se recuperen 3,7 por ciento en 2023 y 2,5 por ciento en 2024. Se esperan para 2023 precios más bajos de metales industriales (cobre y zinc) que en el Reporte anterior debido a un menor crecimiento del sector inmobiliario en China y la normalización de la producción; así como menores precios del petróleo, debido a las perspectivas de menor demanda y altos niveles de producción, y de alimentos como el aceite de soya y maíz, a causa de las menores interrupciones en la cadena de suministro y las perspectivas de mayor producción de soya. Cabe mencionar que el principal riesgo al alza del precio de estos últimos es la ocurrencia de un Fenómeno El Niño. Se prevé una mayor cotización del oro hacia 2024, lo que impulsaría el precio promedio de las exportaciones. Asimismo, se anticipan precios más bajos del petróleo y los alimentos.

- iii. El déficit anualizado de la **cuenta corriente** se redujo de 4,0 por ciento del PBI al cierre de 2022 a 2,9 por ciento en el primer trimestre de 2023. Esta evolución se debe a la disminución de las utilidades de empresas con inversión directa extranjera en el país y un menor déficit de servicios. Dado que se estima una disminución en la producción primaria para 2023 y se espera un nivel de utilidades de IDE más elevado de lo previsto inicialmente —en base a la ejecución— se revisa al alza el déficit de cuenta corriente a 1,9 por ciento del PBI para 2023 y a 1,3 por ciento para 2024. La disminución gradual del déficit en cuenta corriente en el horizonte de proyección está alineada con la recuperación del ahorro privado, menores costos por fletes de importación y la normalización de las exportaciones de servicios (turismo receptivo).
- iv. La **actividad económica nacional** se contrajo 0,4 por ciento en el primer trimestre de 2023, resultado que se explica principalmente por la contracción de la inversión privada y la desaceleración del consumo privado, en un contexto de conflictos sociales y ausencia de grandes proyectos mineros. La reducción del gasto privado afectó la actividad de los sectores manufactura, construcción y servicios, observándose al mismo tiempo





una acumulación de inventarios en el periodo, principalmente de empresas mineras y manufactureras.

La información observada hasta mayo recoge el efecto negativo del Fenómeno El Niño Costero y el retraso de la primera temporada de pesca de anchoveta, lo que anticipa un menor crecimiento de los sectores agropecuario y pesca. Asimismo, en el primer trimestre el gasto privado ha mostrado un desempeño inferior al previsto en el Reporte de marzo, lo que, junto a una recuperación más lenta de la confianza empresarial, se traducirá en un menor crecimiento anual del PBI no primario. De esta forma, la proyección de crecimiento de 2023 se revisa a la baja, de 2,6 a 2,2 por ciento.

Se espera que el PBI crezca a una tasa de 3,0 por ciento en 2024, sustentado en una mejora de la demanda interna y los sectores no primarios. La proyección del presente Reporte asume la ocurrencia de un Fenómeno El Niño global de magnitud débil y un escenario de estabilidad sociopolítica que permita una continua recuperación de la confianza empresarial. Con ello, se prevé que el PBI observado se ubique en su nivel potencial al final del horizonte de proyección.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses aumentó de 1,7 a 2,4 por ciento del PBI entre diciembre de 2022 y mayo de 2023, debido al deterioro de los ingresos corrientes. Dado un panorama de menor crecimiento económico y precios de exportación más bajos, así como el avance registrado en lo que va del año, se revisa al alza el déficit fiscal a 1,9 y 1,8 por ciento del PBI en 2023 y 2024, respectivamente.

Se espera que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se reduzca de 21,0 a 20,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, y aumente a 21,4 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Se prevé que la **deuda bruta** continúe con la tendencia decreciente y se ubique en 31,6 por ciento en 2024, debido a la disminución de los depósitos del sector público como porcentaje del PBI.

- vi. El Directorio del BCRP acordó elevar la **tasa de referencia** en 25 puntos básicos a 7,75 por ciento en enero de 2023. Posteriormente, entre febrero y junio decidió mantener dicha tasa. El BCRP comunicó que esta decisión no necesariamente implica el fin del ciclo de alzas y que se mantiene atento a nueva información sobre la evolución de la inflación y sus determinantes.
- vii. El **crédito al sector privado** registró una expansión de 2,7 por ciento en términos anuales en abril de 2023 (4,6 por ciento en 2022). Este resultado se sustentó en el avance del crédito a personas, especialmente de consumo. Teniendo en cuenta estos resultados, se proyecta que la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se sitúe en 4,0 y 5,0 por ciento en 2023 y 2024, respectivamente.
- viii. La tasa de **inflación** interanual siguió disminuyendo en los últimos meses, pasando del 8,45 por ciento a fines de 2022 al 7,89 por ciento en mayo de 2023. La caída se debe a la corrección de los precios de la energía, a un ritmo de incremento más lento en el rubro de comidas fuera del hogar y a la reducción de la inflación sin alimentos y energía (de 5,59 a 5,11 por ciento en el mismo periodo). Los indicadores tendenciales de inflación

mantuvieron una trayectoria decreciente, aunque aún se sitúan por encima del rango meta.

Se proyecta que la tasa de inflación alcance 3,3 por ciento a fines de 2023, lo que representa una revisión al alza respecto al Reporte de marzo (3,0 por ciento). La revisión toma en cuenta el efecto de los eventos climáticos adversos y la gripe aviar sobre los precios de alimentos. Se espera que la inflación disminuya en el horizonte de proyección y cierre en 2,4 por ciento en 2024. El retorno al rango meta asume una reversión del efecto de factores transitorios sobre los precios (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos), un contexto en el que se espera que las expectativas de inflación regresen al rango meta y la actividad económica se sitúe alrededor de su nivel potencial.

- ix. El sesgo al alza del **balance de riesgos para la proyección de inflación** se ha incrementado en relación con el Reporte anterior. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) menor demanda en caso de que no se recupere la confianza empresarial y del consumidor debido a la persistencia de la inestabilidad política; (ii) desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda de exportaciones; (iii) intensificación de las tensiones geopolíticas, que podrían exacerbar y prolongar la actual crisis energética y alimentaria; (iv) la posibilidad de eventos climáticos como un Niño global fuerte con un alto impacto adverso sobre la economía; y (v) presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política, perturbaciones en el crecimiento, o por el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2022	2023*		2024*	
		RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
Var. % real					
1. Producto bruto interno	2,7	2,6	2,2	3,0	3,0
2. Demanda interna	2,3	2,1	1,5	2,9	2,9
a. Consumo privado	3,6	2,8	2,6	3,0	3,0
b. Consumo público	-3,4	2,0	2,0	3,0	3,0
c. Inversión privada fija	-0,4	-0,5	-2,5	1,8	1,8
d. Inversión pública	7,7	1,0	1,5	4,0	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,1	3,9	3,4	3,5	3,3
4. Importaciones de bienes y servicios	4,4	1,9	0,8	2,9	2,9
5. Crecimiento del PBI Mundial	3,4	2,4	2,5	2,9	2,8
Nota:					
Brecha del producto ^{1/} (%)	0,0	-0,5 ; 0,5	-0,7 ; 0,0	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5
Var. %					
6. Inflación	8,5	3,0	3,3	2,4	2,4
7. Inflación esperada ^{2/}	6,3	4,5	4,9	3,3	3,3
8. Depreciación esperada ^{2/}	-5,1	0,4	0,4	0,9	0,9
9. Términos de intercambio	-10,5	3,9	3,7	0,9	2,5
a. Precios de exportación	1,8	-0,7	-3,1	1,2	1,9
b. Precios de importación	13,7	-4,4	-6,6	0,3	-0,6
Var. %					
10. Circulante	-3,8	-1,0	-3,5	0,0	-1,0
11. Crédito al sector privado	4,6	4,5	4,0	6,0	5,0
% PBI					
12. Inversión bruta fija	25,3	24,2	23,8	24,0	23,4
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,0	-1,4	-1,9	-0,8	-1,3
14. Balanza comercial	4,2	5,1	5,2	5,0	5,3
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{3/}	6,0	1,7	2,1	0,9	1,5
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	22,1	20,9	20,7	20,8	20,7
17. Gastos no financieros del Gobierno General	22,0	20,9	21,0	20,9	21,0
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-1,7	-1,6	-1,9	-1,5	-1,8
19. Saldo de deuda pública total	33,8	32,8	32,1	32,1	31,6
20. Saldo de deuda pública neta	21,0	21,4	20,9	21,2	21,4

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

^{1/} Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje del PBI potencial).^{2/} Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2022 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.^{3/} Incluye inversión directa extranjera neta, inversión de activos externos de residentes (AFP), inversión extranjera de cartera neta y desembolsos netos de largo plazo del sector privado. Signo positivo indica flujo de entrada neto de capitales externos.

I. Sector externo

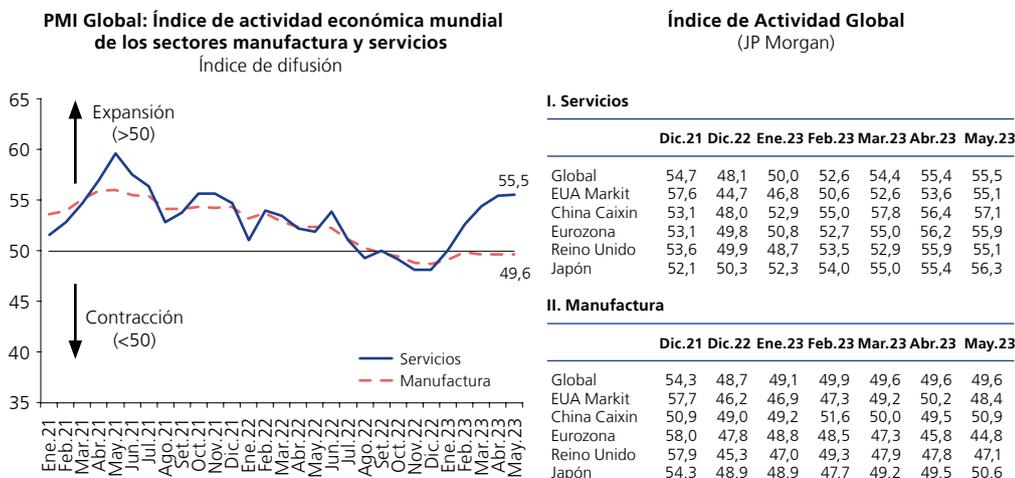
1. En los últimos meses, la actividad económica global creció apoyada por la evolución del sector servicios y la fortaleza del mercado laboral. En línea con esta ejecución, la estimación del crecimiento mundial se ha revisado ligeramente al alza para 2023, de 2,4 a 2,5 por ciento. Sin embargo, para los próximos trimestres se espera una desaceleración como consecuencia, entre otros factores, del ajuste de las condiciones financieras, el impacto rezagado de la política monetaria sobre la demanda agregada y un menor dinamismo en el mercado laboral.

Evolución reciente de la actividad económica global

2. Luego de una evolución mejor a la prevista en los primeros meses del año, se estima que la **actividad económica mundial** pierda dinamismo a partir del segundo semestre.

Entre enero y mayo, las principales economías experimentaron un crecimiento mayor al previsto. Este crecimiento se explica por la evolución favorable del sector servicios que, a nivel global, siguió en zona de expansión y contrarrestó el desempeño de la actividad manufacturera afectada, entre otros factores, por el menor dinamismo del comercio mundial. En todas las principales economías el sector servicios se ubica por encima de 50, umbral a partir del cual la actividad se encuentra en expansión, lo que contrasta con lo registrado en la actividad manufacturera.

Gráfico 1

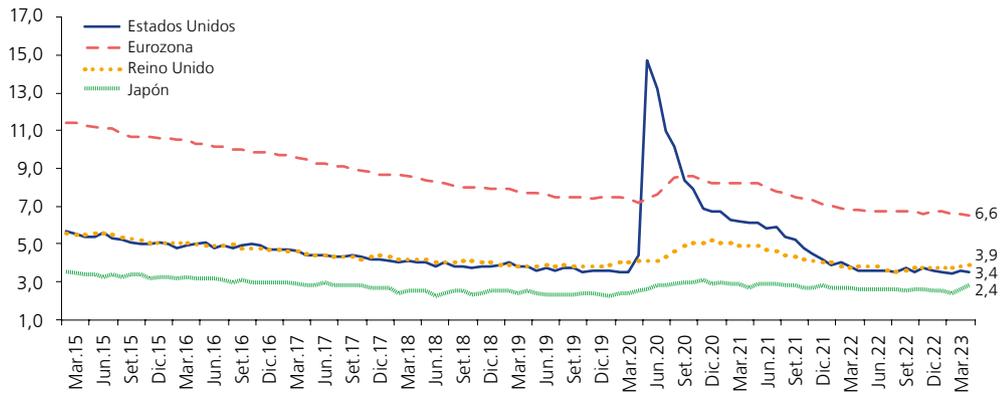


Fuente: JPMorgan.



El dinamismo del sector servicios refleja el consumo del sector privado favorecido por la evolución del mercado laboral. En las principales economías las tasas de desempleo permanecen alrededor de sus mínimos históricos y la creación de empleos, aunque a un ritmo menor que en 2022, ha sido mayor a la esperada. Esta evolución compensó el desempeño menos favorable en otros componentes de la demanda agregada como la inversión (en particular la inversión residencial) y las exportaciones netas.

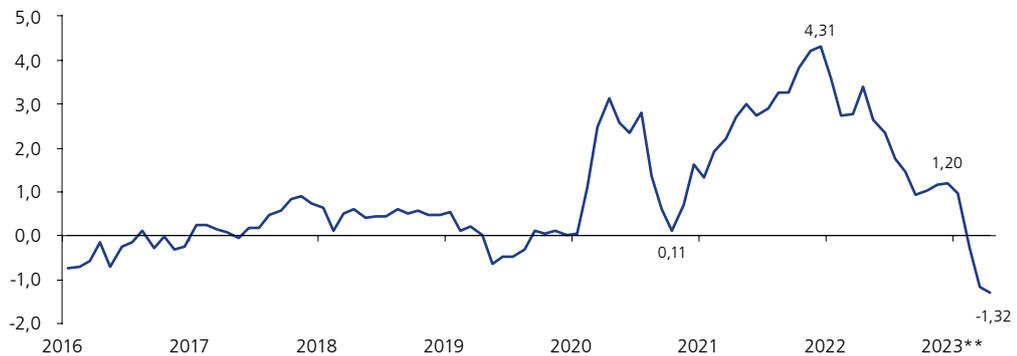
Gráfico 2
TASA DE DESEMPLEO: 2015-2023
 (En %)



Fuente: OCDE.

Por el lado de la oferta, destacaron las menores restricciones, respecto a las previstas, en la provisión de energía de varias economías desarrolladas —en particular de la Eurozona y el Reino Unido— ante un clima menos frío y ante la mayor oferta de gas licuado. También se registraron condiciones favorables en las cadenas de suministros: en lo que va del año las restricciones se redujeron e incluso se ubicaron por debajo de su promedio histórico, lo que se explica en parte por la reducción de los costos de transporte.

Gráfico 3
ÍNDICE GSCPI DE PRESIONES SOBRE LA CADENA GLOBAL DE SUMINISTROS*
 (Desviaciones estándar)



* El GSCPI se construye a partir de los costos de transporte (Baltic Dry Index, el índice Harpex e índices de costos de transporte aéreo del BLS) y componentes del PMI de Estados Unidos, China, Eurozona, Japón, Reino Unido, Corea del Sur y Taiwán.

** Datos a abril de 2023.

Fuente: FED de Nueva York.

En el caso de **China**, la recuperación fue consecuencia de la reapertura de la economía luego de las restricciones a la movilidad aplicadas durante el cuarto trimestre de 2022 ante

los casos de COVID-19. Al igual que en las economías desarrolladas, el sector servicios fue el más dinámico; el sector manufacturero, principal demandante de *commodities*, se mantuvo estancado en los primeros meses del año.

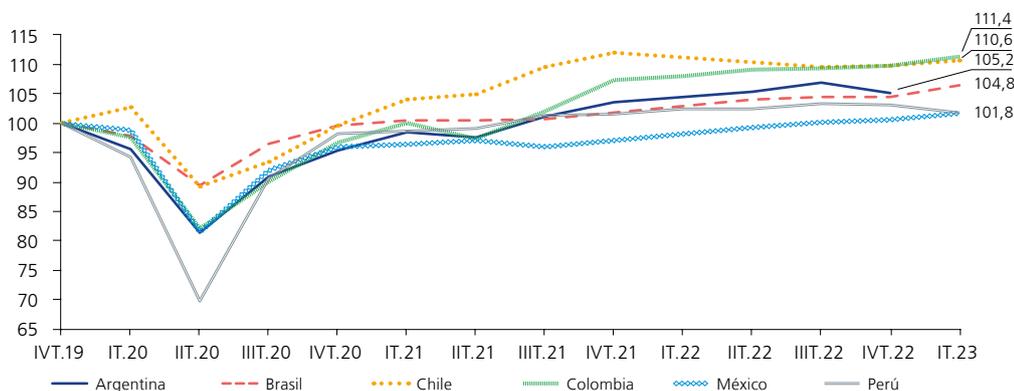
Cuadro 1
CRECIMIENTO DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
(Var. % anualizada respecto al PBI desestacionalizado del trimestre previo)

	IT 2022	IIIT 2022	IIIT 2022	IVT 2022	IT 2023
Estados Unidos	-1,6	-0,6	3,2	2,6	1,3
Alemania	4,2	-0,5	1,9	-2,1	-1,3
Reino Unido	2,0	0,2	-0,4	0,5	0,5
Japón	-1,9	4,7	-1,0	-0,1	1,6
China	3,2	-8,9	16,5	2,4	9,1

Fuente: Reuters, OECD.

En el caso de las economías de **América Latina**, la actividad ha perdido dinamismo en un entorno internacional menos favorable, reflejado en menores precios de *commodities* y menores entradas de capitales. Lo primero se explica por el escaso crecimiento de la manufactura a nivel global mientras que la entrada de capitales se vio afectada por las condiciones financieras globales. Dentro de los factores domésticos, destaca el ajuste de la política monetaria, el impacto de la inflación sobre el consumo y diversos choques idiosincráticos que han afectado la confianza de consumidores e inversionistas.

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



* Series desestacionalizadas.

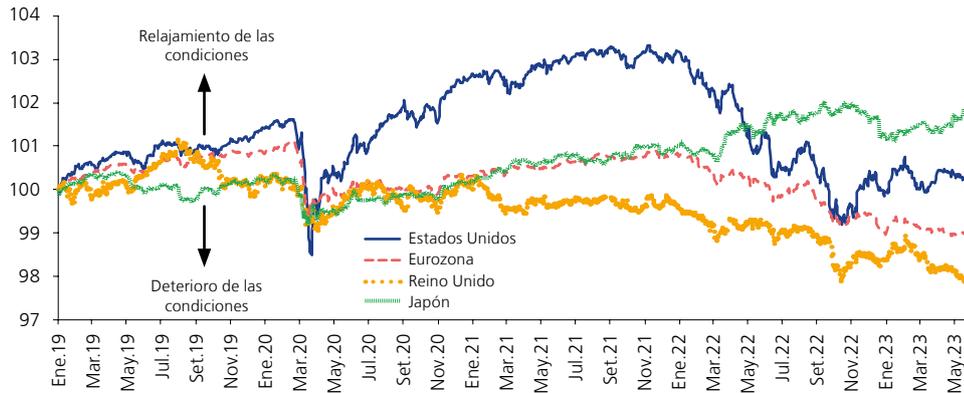
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

- A pesar de la evolución reciente de la economía global, varios factores se presentan como **limitantes al crecimiento** para los próximos trimestres.

En primer lugar, el ajuste en las condiciones financieras, como consecuencia de las políticas monetarias restrictivas de los bancos centrales, se acentuó en los últimos meses debido a la crisis de la banca regional que se inició con la quiebra del Silicon Valley Bank, prosiguió con Signature Bank y finalmente culminó con la adquisición del First Republic Bank por parte de JP Morgan. En Europa también se registró un episodio temporal de turbulencia, con la quiebra de Credit Suisse, institución que fue finalmente adquirida por el banco UBS.



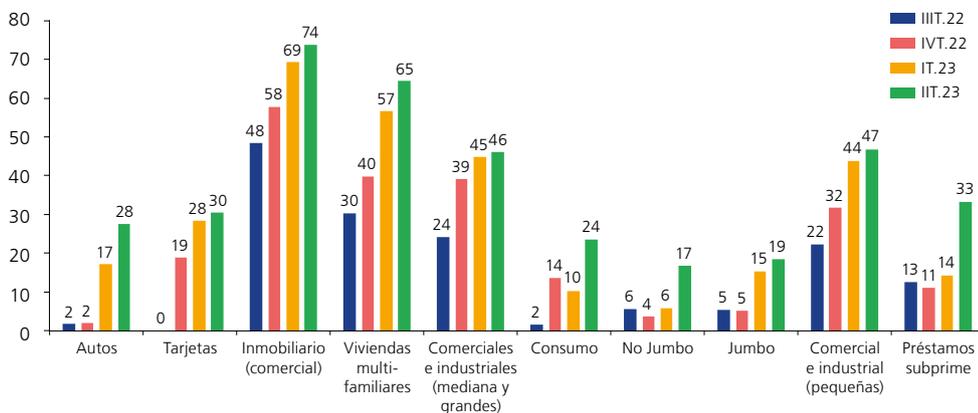
Gráfico 5
ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS
(1 de enero de 2019 =100)



Fuente: Goldman Sachs.

Ello ha significado una mayor volatilidad en los mercados financieros y el endurecimiento de las condiciones crediticias, tendencia que se mantendría en los próximos meses considerando el efecto rezagado que tiene el ajuste de la política monetaria. Para el caso de Estados Unidos, los datos a fines de abril muestran un endurecimiento de las condiciones crediticias en todos los segmentos. Destaca el ajuste en el sector inmobiliario donde las tasas de interés hipotecarias a 30 años se ubican cerca del nivel máximo en dos décadas y donde se muestra una contracción importante en el nivel de actividad.

Gráfico 6
ESTADOS UNIDOS: PORCENTAJE (NETO)
DE BANCOS QUE HAN AJUSTADO SUS CONDICIONES CREDITICIAS (%)



Fuente: Reserva Federal

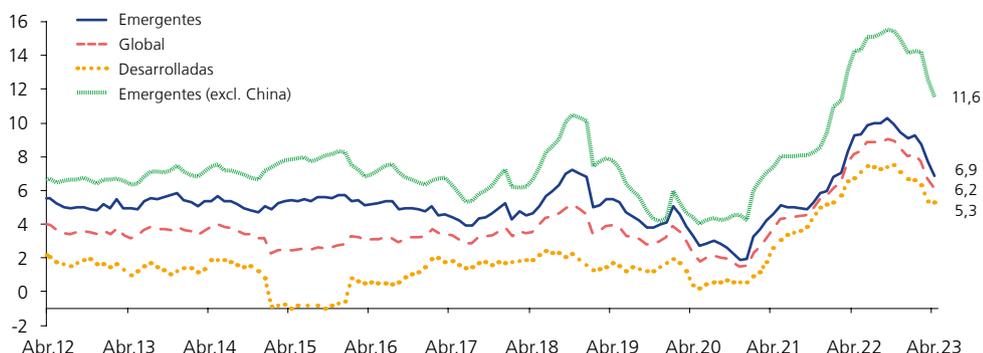
En segundo lugar, la lenta convergencia de la inflación hacia su meta viene afectando el consumo en particular en aquellas economías donde los salarios han crecido menos que los precios. También influye en esta evolución los menores excedentes de ahorro privado que impulsaron el crecimiento de la demanda interna, en particular entre 2021 y 2022.

Evolución reciente de la inflación

- La **inflación** continuó la tendencia a la baja de meses previos, aunque, en la mayoría de los casos la tasa de inflación permanece por encima del rango meta. En abril, la inflación

global, estimada a partir de una muestra de las principales economías desarrolladas y emergentes, mostró una disminución por séptimo mes consecutivo. Esta tendencia a la baja fue relativamente homogénea a nivel de las principales regiones.

Gráfico 7
INFLACIÓN: GLOBAL, PAÍSES DESARROLLADOS Y ECONOMÍAS EMERGENTES
 (Var. % 12 meses)



	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Set.22	Dic.22	Mar.23	Abr.23
Global	1,5%	5,7%	7,6%	9,1%	8,0%	6,7%	6,2%
Desarrollados	0,6%	5,2%	6,6%	7,4%	6,7%	5,3%	5,3%
Emergentes	1,9%	6,0%	8,3%	10,3%	9,0%	7,7%	6,9%
Desarrollados sin EUA	-0,1%	3,8%	5,1%	6,9%	6,9%	5,6%	5,6%
Emergentes sin China	4,2%	9,4%	13,1%	15,6%	14,0%	12,6%	11,6%

Fuente: Trading Economics, institutos de estadística y bancos centrales.

La reducción en la **inflación total** se explica en parte por el componente no subyacente vinculado a los menores precios de la energía y de los alimentos. En el primer caso, al mes de abril los precios de la energía tuvieron una reducción anual de 29 por ciento debido a la caída tanto del petróleo como del gas. Los alimentos, por su parte, acumulan una reducción de 20 por ciento.

Gráfico 8
**ÍNDICE DE PRECIOS DE ENERGÍA DEL BANCO MUNDIAL
 E ÍNDICE DE PRECIOS FAO**



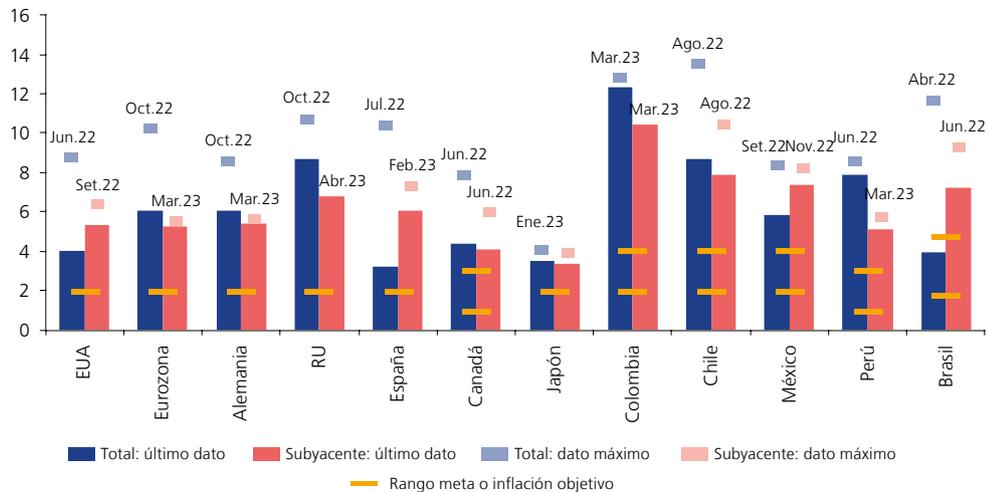
Fuente: Banco Mundial y FAO

La **inflación subyacente**, por su parte, mostró una mayor resistencia a la baja. En muchos casos, las presiones de demanda sobre el sector servicios han limitado la caída de esta



variable. La reducción de la inflación total, desde los niveles máximos registrados en los dos últimos años, es mayor que la registrada en el componente subyacente.

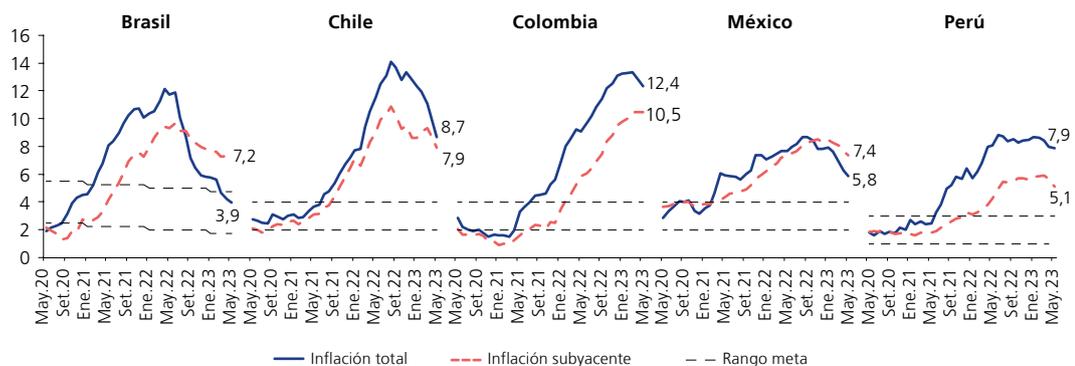
Gráfico 9
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE: VARIACIÓN ANUAL
 (En porcentaje)



Fuente: Trading Economics y BCRP para Perú.

Similar tendencia se observa para las **economías de la región**. En los casos de Brasil y México, países que adoptaron medidas puntuales para reducir el precio de la energía, la inflación subyacente se ubica incluso por encima de la inflación total.

Gráfico 10
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2023
 (En porcentaje)



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

Respuestas de política monetaria y fiscal

- En los últimos meses los bancos centrales de las principales economías desarrolladas continuaron con el **ajuste de la política monetaria**, aunque a un ritmo menor que en meses previos.

Los bancos centrales de las principales **economías desarrolladas**, en línea con lo esperado, continuaron con la elevación de las tasas de interés. En mayo la Fed realizó la tercera alza de 25 pbs en el año, con lo que la tasa se ubicó en un rango entre 5,0 y 5,25 por ciento. En el mes de junio, mantuvo la tasa de interés, pero las proyecciones dejaron abierta la posibilidad de nuevas alzas en lo que resta de 2023.

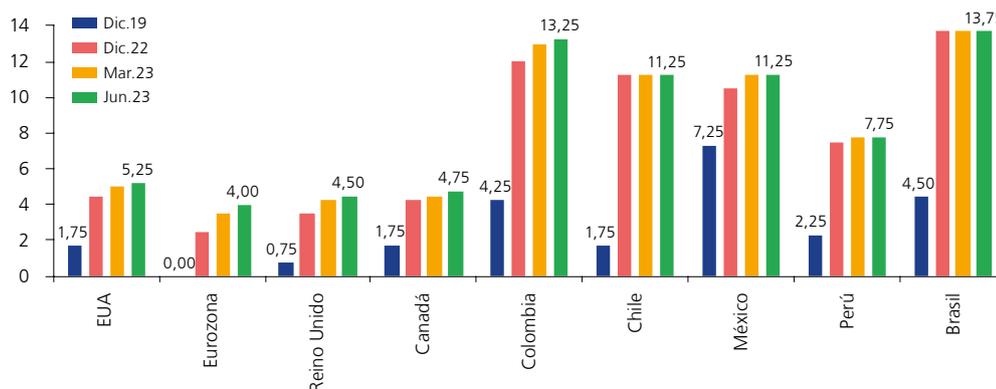
Cuadro 2
PROYECCIONES DE LA FED*

	2023		2024		2025		Largo Plazo	
	Mar. 23	Jun. 23	Mar. 23	Jun. 23	Mar. 23	Jun. 23	Mar. 23	Jun. 23
Crecimiento	0,4	1,0	1,2	1,1	1,9	1,8	1,8	1,8
Tasa de desempleo	4,5	4,1	4,6	4,5	4,6	4,5	4,0	4,0
Inflación (PCE)	3,3	3,2	2,5	2,5	2,1	2,1	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	3,6	3,9	2,6	2,6	2,1	2,2	-	-
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)	5,1	5,6	4,3	4,6	3,1	3,4	2,5	2,5
Rango de tasas de interés (%)	4,9-5,9	5,1-6,1	3,4-5,6	3,6-5,9	2,4-5,6	2,4-5,6	2,3-3,6	2,4-3,6

* Incorpora 18 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed. Las proyecciones se estiman para el cuarto trimestre de cada año con respecto a similar trimestre del año anterior.

El Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra también continuaron el ciclo de alza. En el primer caso, se realizaron dos aumentos de 25 pbs (en mayo y junio). En el caso del Reino Unido, el aumento se dio en la reunión de mayo y se espera un alza similar en la próxima reunión de junio. La excepción fue el Banco de Japón, que mantuvo la tasa de interés en -0,1 por ciento y reiteró los lineamientos de su política monetaria expansiva.

Gráfico 11
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA
(%)



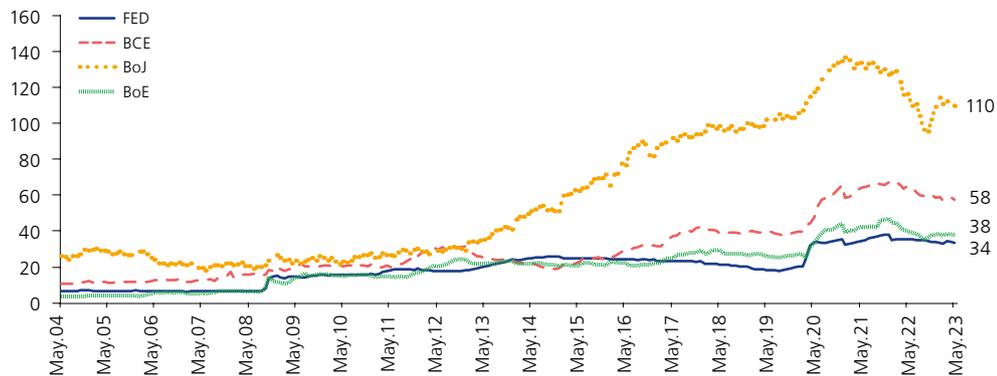
* Para el caso de Estados Unidos, los datos corresponden a la banda superior del rango de la tasa de referencia de la Fed.
Fuente: Bancos centrales, instituciones de estadísticas y otros.

En el caso de las **economías emergentes**, la mayoría de los bancos centrales mantuvo las tasas de interés en los meses de abril y mayo. Algunas excepciones fueron Sudáfrica (con un alza de 50 pbs) y Malasia (con alza de 25 pbs). En América Latina, solo Colombia realizó un incremento de su tasa de interés en 25 pbs en mayo, con lo que acumula un incremento de 125 pbs en lo que va del año.



Por otro lado, los bancos centrales continuaron la disminución de sus activos a través de la reducción de la tenencia de títulos (bonos del tesoro y *Mortgage Backed Securities*). En marzo, esta reducción de las compras fue temporalmente contrarrestada por la provisión de liquidez durante la crisis de la banca regional en Estados Unidos.

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



Fuente: Bancos Centrales y Fondo Monetario Internacional.

- En materia de **política fiscal**, destacan las negociaciones en torno a la elevación del límite de la deuda pública en Estados Unidos. Los impases en el congreso para aprobar una elevación de US\$1,5 billones en el techo de la deuda pública, actualmente en US\$ 31,4 billones, generaron temores de un posible *default* de las obligaciones del Tesoro a partir de junio. Ello impactó no sólo sobre los mercados financieros, sobre todo en los tramos de corto plazo, sino también sobre la confianza de consumidores e inversionistas. Al cierre del presente Reporte, se había llegado a un acuerdo.

Perspectivas de la economía global

- En concordancia con los datos ejecutados, la **proyección de crecimiento mundial** se revisa al alza para 2023 (de 2,4 a 2,5 por ciento). Como se ha señalado, esta ejecución refleja principalmente el dinamismo de los primeros meses del año en el sector servicios y la fortaleza del mercado laboral. A nivel de bloques, la revisión al alza se da en la mayoría de las economías desarrolladas; en el caso de las economías emergentes, resalta el mayor crecimiento de China y la menor contracción de Rusia.

Por el contrario, para 2024, el crecimiento se revisa ligeramente a la baja en línea con las expectativas de una desaceleración algo mayor hacia finales del cuarto trimestre de 2023 que se prolongaría durante los primeros trimestres del año siguiente.

Como se ha señalado, para la mayoría de las economías, esta desaceleración es reflejo, entre otros factores, del impacto del ajuste monetario que se viene ejecutando desde 2022, el endurecimiento de las condiciones financieras y crediticias y el menor crecimiento del consumo ante la persistencia de una alta inflación y un menor dinamismo esperado en el mercado laboral.

También influyen el menor gasto asociado a la reducción de los excedentes de ahorro generados durante la pandemia y el impacto de las tensiones geopolíticas sobre la

confianza de los consumidores e inversionistas (en particular la persistencia de la guerra en Ucrania y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China).

Cuadro 3
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

* Participación porcentual de cada país o región en el PBI mundial de Paridad de Poder de Compra (PPP, por sus siglas en inglés) de 2022.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.

8. Al igual que en Reportes anteriores, los principales sesgos para este escenario introducen un riesgo a la baja. Entre estos destacan un ajuste en las condiciones financieras globales más severo, asociado a potenciales deterioros en el balance de los bancos (principalmente en Estados Unidos). Asimismo, en las economías desarrolladas, una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta llevaría a una política monetaria más restrictiva. Otros factores de riesgos se vinculan al agravamiento de las tensiones geopolíticas y a un escalamiento de las tensiones comerciales, en particular entre Estados Unidos y China.

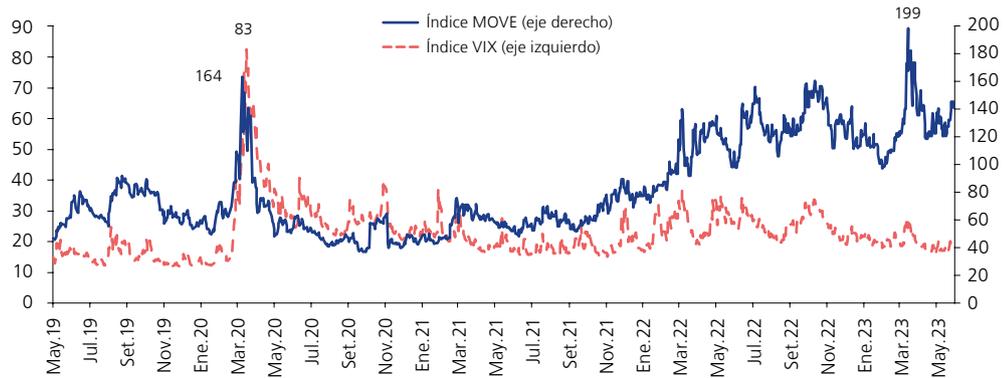
Mercados financieros internacionales

9. Desde el último Reporte, nuevos eventos afectaron a los **mercados financieros**. Durante el mes de abril, la quiebra de First Republic Bank renovó los temores sobre la situación de la banca regional y llevó a un ajuste adicional en las condiciones crediticias y financieras.

En segundo lugar, la incertidumbre en torno a la elevación del límite de la deuda pública en Estados Unidos generó temores sobre un incumplimiento de pagos por parte del tesoro norteamericano. Ello afectó de manera particular los tramos cortos de los mercados de bonos soberanos. Así, al igual que en meses previos, la mayor volatilidad se registró en los mercados de renta fija: el índice MOVE, a pesar de la corrección observada en marzo, se mantuvo muy por encima de sus promedios históricos y cerca de los niveles observados durante el inicio de la pandemia del COVID-19.



Gráfico 13
ÍNDICES DE VOLATILIDAD: VIX (BOLSA DE ESTADOS UNIDOS) Y
MOVE (RENDIMIENTOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS)



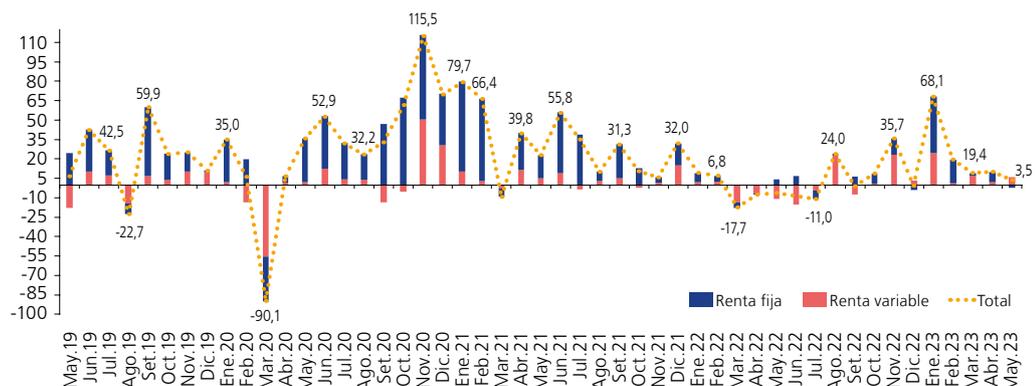
Fuente: Reuters.

Por último, en meses recientes los factores geopolíticos persistieron e, incluso, se agravaron. La guerra entre Rusia y Ucrania se intensificó y las posibilidades de un conflicto prolongado se acentuaron. Por otro, las tensiones entre Estados Unidos y China prosiguieron tanto en el plano de la política internacional (donde se mantiene la tensión en torno a Taiwán) como de las relaciones comerciales (en particular en lo referido a la guerra tecnológica).

Estos factores negativos se vieron compensados por los resultados corporativos mayormente positivos del primer trimestre y la resiliencia de los bancos sistémicos en Estados Unidos a la crisis de la banca regional señalada anteriormente. Asimismo, en los últimos meses, los indicadores de actividad, particularmente en el sector servicios y en el mercado laboral, reflejaron una desaceleración de la economía norteamericana menor a la esperada. Estos factores tuvieron particular incidencia en los mercados de renta variable donde el índice VIX registró una disminución y una volatilidad menor.

En este contexto, el dólar se apreció frente a las principales divisas, las bolsas de Estados Unidos subieron y los rendimientos soberanos de dicho país aumentaron (a diferencia de lo observado en otras economías desarrolladas). Por su parte, los flujos de capitales hacia las economías emergentes continuaron con la tendencia decreciente observada desde febrero.

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



* El dato de mayo de 2023 corresponde a un estimado hasta el día 23.
Fuente: Institute of International Finance (IIF).

10. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de Estados Unidos aumentaron producto de las renovadas expectativas en torno a un ajuste de la política monetaria de la Fed, los datos económicos favorables y la incertidumbre en torno al límite de la deuda. Cabe señalar que los tramos cortos de la curva de rendimiento tuvieron la mayor alza debido a los temores de *default* en el corto plazo y al menor impacto relativo que tiene la política de la Fed sobre los tramos largos. Esto se vio reflejado en la curva de rendimiento donde el diferencial entre el rendimiento de los títulos a tres meses y 10 años siguió siendo positivo y aumentó de 128 a 175 puntos básicos.

Gráfico 15
RENDIMIENTOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Los rendimientos en Europa mostraron un comportamiento heterogéneo. Por un lado, los rendimientos fueron presionados a la baja por la difusión de indicadores negativos de actividad (en particular en el sector manufacturero). Sin embargo, por otro lado, las expectativas de ajuste adicionales de tasas por parte del BCE y del BoE presionaron los rendimientos al alza.

Cuadro 4
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
(En porcentajes)

	Dic.22 (a)	Mar.23 (b)	May.23 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	3,88	3,47	3,65	18	-23
Alemania	2,57	2,29	2,28	-1	-29
Francia	3,11	2,79	2,85	6	-26
Italia	4,70	4,09	4,08	-1	-62
España	3,65	3,30	3,33	3	-32
Grecia	4,57	4,19	3,75	-44	-82
Gran Bretaña	3,66	3,49	4,18	69	51
Japón	0,41	0,33	0,43	10	2
Brasil	12,69	12,82	11,57	-125	-112
Colombia	13,01	11,76	11,17	-58	-184
Chile	5,26	5,20	5,63	43	36
México	9,02	8,84	8,80	-4	-23
Perú	7,97	7,56	7,22	-33	-75
Sudáfrica	10,79	11,04	12,43	138	164
India	7,33	7,31	6,99	-32	-34
Turquía	9,60	10,23	8,89	-134	-71
Rusia	9,28	9,64	9,50	-14	22
China	2,84	2,86	2,71	-15	-13
Corea del Sur	3,74	3,36	3,52	16	-22
Indonesia	6,92	6,77	6,36	-41	-56
Tailandia	2,64	2,43	2,49	6	-15
Malasia	4,04	3,90	3,71	-19	-33
Filipinas	6,67	6,07	5,77	-31	-91

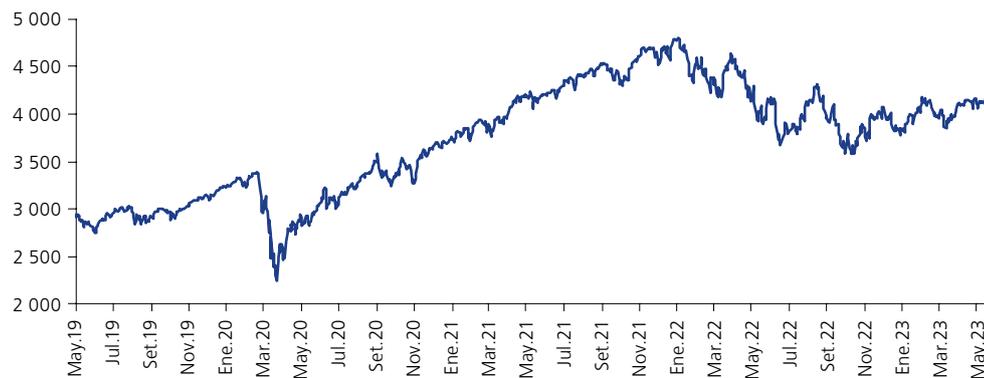
* Elaborado al 31 de mayo de 2023.
Fuente: Reuters.





11. En los **mercados de renta variable**, la bolsa de Estados Unidos avanzó, impulsada por los resultados corporativos, lo cual contrarrestó la incertidumbre generada por los factores negativos señalados anteriormente. A nivel de sectores, las empresas de comunicaciones, tecnológicas y de consumo de lujo tuvieron las mayores ganancias mientras que los sectores energético y minero fueron los más presionados a la baja, afectados además por los menores precios de *commodities*.

Gráfico 16
BOLSA DE ESTADOS UNIDOS (S&P 500)
(En índice)



Fuente: Reuters.

Cuadro 5
BOLSAS MUNDIALES*
(En índices)

		Dic.22 (a)	Mar.23 (b)	May.23 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	21,67	18,70	17,94	-0,8	-3,7
Estados Unidos	Dow Jones	33 147	33 274	32 908	-1,1	-0,7
Estados Unidos	S&P 500	3 840	4 109	4 180	1,7	8,9
Estados Unidos	Nasdaq	10 466	12 222	12 935	5,8	23,6
Alemania	DAX	13 924	15 629	15 664	0,2	12,5
Francia	CAC 40	6 474	7 322	7 099	-3,1	9,7
Italia	FTSE MIB	23 707	27 114	26 051	-3,9	9,9
España	IBEX 35	8 229	9 233	9 050	-2,0	10,0
Grecia	ASE	930	1 055	1 219	15,6	31,1
Reino Unido	FTSE 100	7 452	7 632	7 446	-2,4	-0,1
Japón	Nikkei 225	26 095	28 041	30 888	10,2	18,4
Brasil	Ibovespa	109 735	101 882	108 335	6,3	-1,3
Colombia	COLCAP	1 286	1 158	1 099	-5,1	-14,5
Chile	IPSA	5 262	5 325	5 472	2,8	4,0
México	IPC	48 464	53 904	52 736	-2,2	8,8
Argentina	Merval	202 085	245 716	342 078	39,2	69,3
Perú	Ind. Gral.	21 330	21 898	21 179	-3,3	-0,7
Sudáfrica	JSE	73 049	76 100	75 067	-1,4	2,8
India	Nifty 50	18 105	17 360	18 534	6,8	2,4
Turquía	XU100	5 509	4 813	4 887	1,5	-11,3
Rusia	RTS	971	997	1 055	5,9	8,7
China	Shangai C.	3 089	3 273	3 205	-2,1	3,7
Corea Del Sur	KOSPI	2 236	2 477	2 577	4,0	15,2
Indonesia	JCI	6 851	6 805	6 633	-2,5	-3,2
Tailandia	SET	1 669	1 609	1 534	-4,7	-8,1
Malasia	KLCI	1 495	1 423	1 387	-2,5	-7,2
Filipinas	Psei	6 566	6 500	6 477	-0,3	-1,4

* Elaborado al 31 de mayo de 2023.

** Los datos y las variaciones están expresados en puntos.

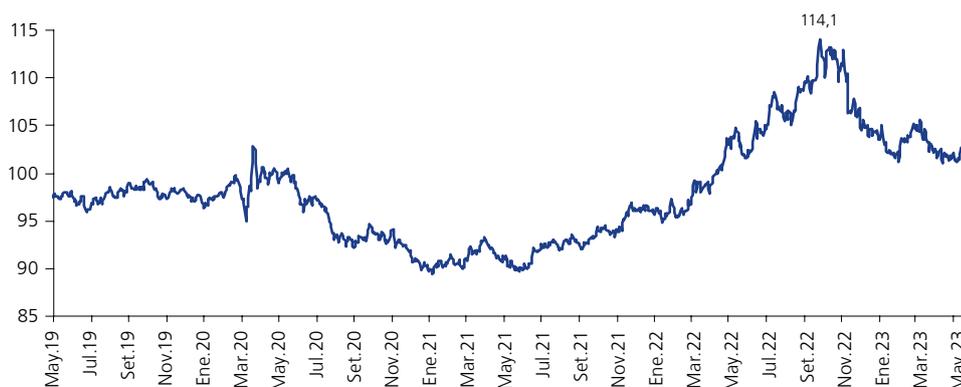
Fuente: Reuters

En contraste, diversas plazas europeas registraron caídas por el menor dinamismo de la actividad y por las expectativas de ajuste de tasas de interés. Las bolsas de la región

cayeron perjudicadas por el entorno internacional menos favorable que se reflejó en la caída de los precios de las materias primas y por las menores entradas de capitales.

12. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció frente al euro y el yen tras las expectativas de que la Fed pueda subir nuevamente su tasa de interés en julio por los altos niveles de inflación y por la persistencia de un mercado laboral ajustado. Sin embargo, el ruido en torno a las negociaciones fiscales aminoró esta tendencia.

Gráfico 17
ÍNDICE DÓLAR DXY



Nota: Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar.
Fuente: Reuters.

Cabe señalar que el desacoplamiento entre la postura de la Fed y del BoJ explica la mayor depreciación del yen respecto a otras divisas.

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO*

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

		Dic.22 (a)	Mar.23 (b)	May.23 (c)	Var. % **	
					(c) / (b)	(c) / (a)
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	103,52	102,51	104,33	1,8	0,8
Euro	Euro	1,070	1,084	1,069	-1,3	-0,1
Reino Unido	Libra	1,210	1,233	1,245	0,9	2,9
Japón	Yen	131,11	132,79	139,03	4,7	6,0
Brasil	Real	5,286	5,063	5,055	-0,2	-4,4
Colombia	Peso	4 847	4 652	4 448	-4,4	-8,2
Chile	Peso	848	794	808	1,7	-4,7
México	Peso	19,47	18,01	17,68	-1,8	-9,2
Argentina	Peso	176,74	208,98	239,47	14,6	35,5
Perú	Sol	3,807	3,764	3,671	-2,5	-3,6
Sudáfrica	Rand	17,00	17,78	19,72	10,9	16,0
India	Rupia	82,72	82,16	82,66	0,6	-0,1
Turquía	Lira	18,69	19,16	20,82	8,7	11,4
Rusia	Rublo	72,50	78,00	81,55	4,6	12,5
China	Yuan (onshore)	6,897	6,868	7,111	3,5	3,1
Corea Del Sur	Won	1 261	1 306	1 320	1,0	4,7
Indonesia	Rupia	15 565	14 990	14 985	0,0	-3,7
Tailandia	Bath	34,61	34,16	34,62	1,3	0,0
Malasia	Ringgit	4,400	4,410	4,613	4,6	4,8
Filipinas	Peso	55,67	54,27	56,35	3,8	1,2

* Elaborado al 31 de mayo de 2023.

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

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

Fuente: Reuters.

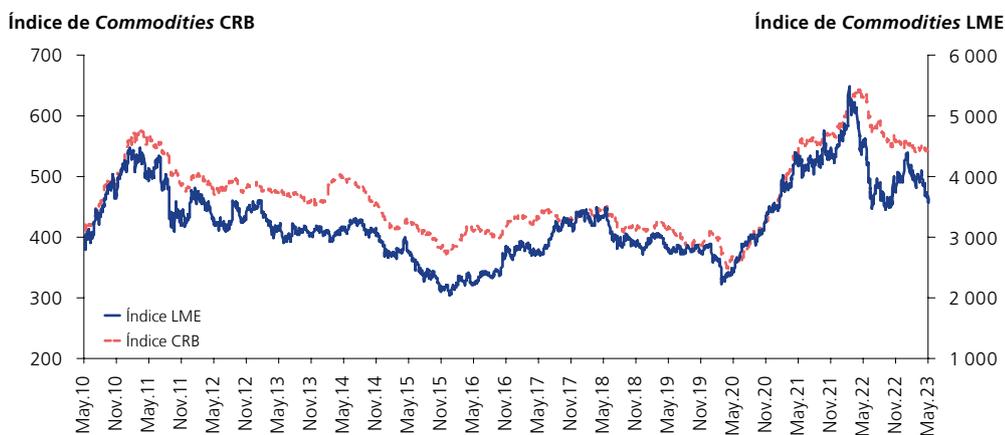


Precios de los *commodities*

13. Los precios de la mayoría de **metales industriales** disminuyeron en los últimos meses debido a la evolución de la actividad manufacturera a nivel global y a un crecimiento del sector inmobiliario de China por debajo de lo esperado. También influyó el fortalecimiento del dólar ante las expectativas de que la Fed continúe con el ciclo de alza de tasas. En línea con ello, las proyecciones de los metales básicos se han revisado a la baja respecto al Reporte de marzo.

Por el contrario, el oro aumentó sostenidamente por la mayor demanda de activos de refugio ante la inestabilidad que registraron los sectores bancarios de Estados Unidos y Europa, y los persistentes riesgos geopolíticos.

Gráfico 18
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB



Fuente: Reuters.

Cobre

14. La cotización promedio del **cobre** disminuyó 7 por ciento en los dos últimos meses, al pasar de US\$/lb 4,01 en marzo a US\$/lb. 3,74 en mayo de 2023. Con ello, la cotización revierte el alza de los primeros meses y acumula una caída de 1 por ciento respecto a diciembre de 2022.

Cuadro 7
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO ^{1/}
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Var.% 2024/2023
Producción Minera Global	20 672	20 743	21 279	21 937	22 578	23 153	2,5%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 144	24 643	24 938	25 641	26 317	27 480	4,4%
Utilización Global de Refinados	24 321	24 945	25 204	26 069	26 431	27 183	2,8%
Balance de Refinados ^{2/}	-177	-302	-266	-428	-114	298	--

^{1/} Reporte mensual del ICSG de mayo de 2023 y proyecciones del mercado del cobre del ICSG de abril de 2023.

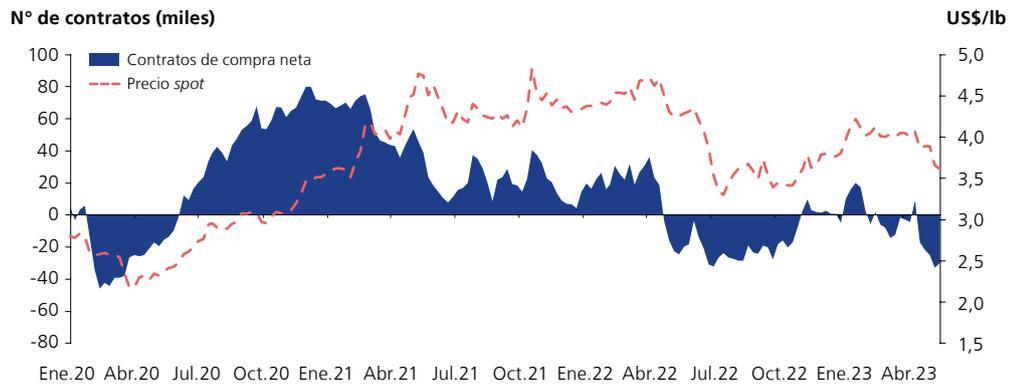
^{2/} El balance de refinados es calculado como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y la utilización de estos (demanda).
Fuente: ICSG

Esta caída del precio promedio del cobre se explica por el deterioro de las perspectivas de demanda de China. Cabe destacar que, luego del levantamiento de las restricciones por los casos de COVID-19, el crecimiento de la economía se ha sustentado en gran medida

en el sector servicios. Por el lado de la oferta, se estima que los proyectos de expansión de minas y fundiciones comiencen su producción en lo que resta de este año y en 2024, lo que asegura un mercado bien abastecido en el corto plazo.

Estos desarrollos se han reflejado también en una caída de la demanda no comercial. El número de contratos de compra neta no comerciales de cobre se situó nuevamente en terreno negativo, lo que reflejó el sentimiento negativo de los inversionistas no comerciales sobre las perspectivas de una recuperación de la demanda de cobre de China en estos dos meses.

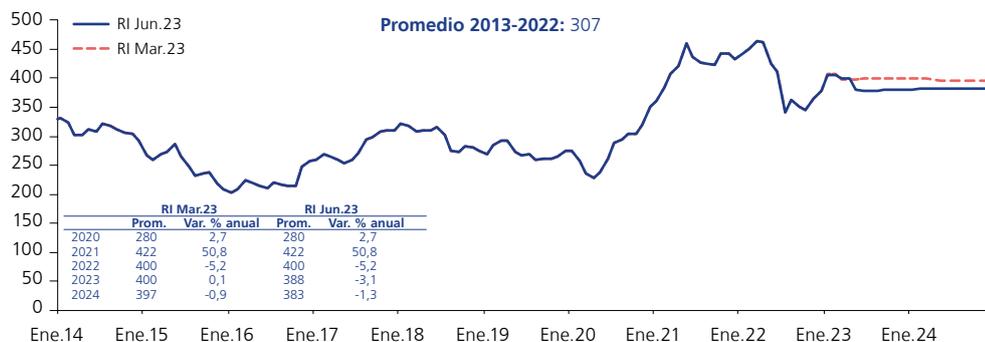
Gráfico 19
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES



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, la proyección del precio del cobre se ha revisado a la baja respecto a la estimación del Reporte de marzo. Los principales factores de incertidumbre se asocian a la evolución de la política monetaria de las principales economías, al comportamiento del mercado inmobiliario chino y a la implementación de los programas de descarbonización a nivel global que incentivarían industrias más intensivas en cobre, aunque limitada por el incremento de la capacidad de refinación de cobre en China programada para este año y la expansión de la capacidad mundial de mina.

Gráfico 20
COBRE: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.





Zinc

15. La cotización internacional promedio del **zinc** se redujo a US\$/lb. 1,13 en mayo de 2023, nivel 16 por ciento menor al registrado en marzo de 2023. Con ello, el precio del zinc acumuló una caída de 20 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio promedio del zinc disminuyó por las crecientes expectativas de que el mercado registre un superávit global de oferta en los años 2023-2024. Al igual que en el caso del cobre, el ritmo de la recuperación de la demanda en China ha estado por debajo del estimado. En particular, la debilidad del sector inmobiliario de China ha afectado la producción de acero galvanizado. Además, la demanda de acero galvanizado está afectada por los límites diseñados para reducir las emisiones y la reducción de la capacidad de la industria siderúrgica.

Por su parte, la oferta se está recuperando rápidamente. Se espera que la producción de refinados en Europa se recupere por la caída de los precios de la energía, lo que se sumaría al aumento previsto en la producción de China. A estos factores se le han sumado la mejora de los inventarios en las bolsas de metales y la apreciación del dólar.

En línea con estos desarrollos, se prevé que el precio del zinc se corrija a la baja en el horizonte de proyección respecto al observado en el Reporte de Inflación de marzo. En el mediano plazo, la normalización de la producción de las fundiciones y el aumento de la oferta de mina podrían generar presiones a la baja en el precio.

Gráfico 21
ZINC: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Oro

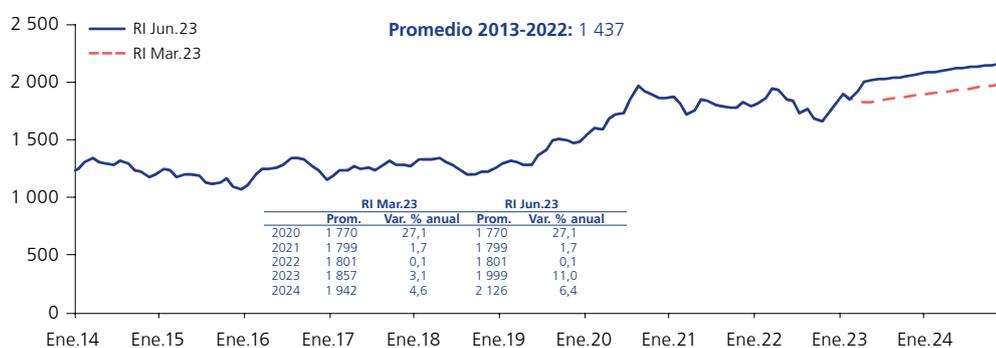
16. La cotización promedio del **oro** fue US\$/oz.tr. 1991 en mayo de 2023, un nivel 4 por ciento mayor al de marzo de 2023. Con ello, la cotización del oro acumuló un incremento de 11 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio del oro aumentó por la sólida demanda de activos seguros en el contexto de alta aversión al riesgo por los temores en torno al sistema bancario en Estados Unidos, las negociaciones del límite de deuda y la persistencia de tensiones geopolíticas a nivel global. También contribuyó al mayor precio del oro la demanda por parte de los bancos

centrales de economías emergentes cuya tenencia de oro aumentó, aunque continúa a un ritmo menor que en 2022. El incremento en el precio fue limitado por la reciente apreciación del dólar.

En línea con los datos ejecutados, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de marzo. Esta revisión recoge las expectativas de menores ajustes por parte de la Fed y la reducción, más lenta que la prevista en el Reporte de marzo, de las tasas de inflación a nivel global.

Gráfico 22
ORO: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Gas

- La cotización promedio del **gas natural Henry Hub** disminuyó 7 por ciento respecto a marzo de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 61 por ciento respecto a diciembre de 2022.

Por su parte, la cotización correspondiente al mercado de Europa (*UK BNP*) se redujo 34 por ciento en mayo de 2023 respecto al nivel de marzo de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 75 por ciento respecto a diciembre de 2022. Cabe señalar que los precios en el mercado de Europa se mantienen por encima de la cotización del gas natural Henry Hub.

La caída de la cotización del gas natural Henry Hub se explica por una menor demanda por calefacción por el clima más cálido de lo esperado y por los altos niveles de producción de gas en Estados Unidos, parte de la cual se destinó al mercado europeo a través de exportaciones de gas natural licuado (GNL). Esta mayor producción y menor demanda se reflejó en la rápida acumulación de inventarios en Estados Unidos que se ubicó por encima de los niveles promedio de los últimos cinco años.

La caída de la cotización en Europa se debe a la menor demanda para calefacción y generación eléctrica de las empresas de servicios públicos beneficiadas por un clima más cálido de lo esperado y una demanda industrial más baja. Adicionalmente, se observó una oferta elevada de GNL de Estados Unidos y Qatar que permitió mantener elevados los inventarios en Europa.



Para el horizonte de proyección el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado a la baja en línea con un mercado menos ajustado a nivel global que el previsto en el Reporte de marzo. No obstante, los precios del gas natural se mantendrán en niveles más altos que al inicio de la crisis energética, en especial en Europa, donde las fuentes sustitutas al gas ruso presentan mayores costos.

Gráfico 23
GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

Petróleo

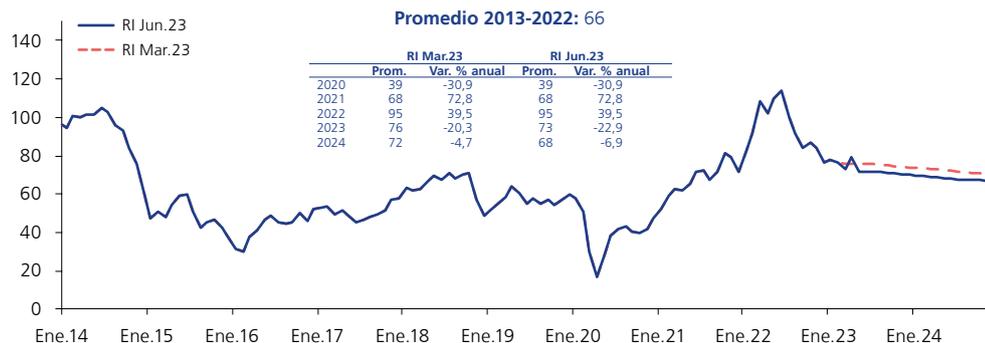
- La cotización promedio del **petróleo WTI** se redujo 2 por ciento en los dos últimos meses, al pasar de un promedio mensual de US\$/bl. 73 en marzo de 2023 a US\$/br. 72. Con ello, la cotización del petróleo registró una caída acumulada de 7 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización del petróleo se redujo por perspectivas de menor demanda en respuesta a los mayores riesgos de recesión asociadas a la política monetaria restrictiva aplicada en Estados Unidos y Europa, la persistencia de la inflación mundial y los temores de una crisis financiera. Por el lado de la oferta, la producción de Estados Unidos ha aumentado, alcanzando niveles récord, impulsada por los productos de esquisto. A ello se suma la liberación de las Reservas Estratégicas de Estados Unidos, el aumento de la producción de Rusia e Irán (a pesar de las sanciones) y el cumplimiento sólo parcial de los recortes de producción anunciados por la OPEP.

Sin embargo, algunos factores limitaron la caída de la cotización. Por el lado de la demanda, destaca el consumo de China apoyado en el sector servicios. Por el lado de la oferta, la OPEP recortó inesperadamente su objetivo de producción en alrededor de 1,16 millones de barriles por día (b/d) y Rusia anunció una reducción de su producción de 500 mil barriles. Asimismo, en el mes de junio, Arabia Saudita anunció un recorte unilateral de 1,0 millón de b/d, que entraría en vigencia en julio.

Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se revisa a la baja respecto al Reporte de marzo. Sin embargo, los precios se mantendrían por encima del promedio de los últimos diez años debido a los bajos niveles de inventarios, a la necesidad de Estados Unidos de reponer sus Reservas Estratégicas, y a la limitada capacidad de producción excedente de los países de la OPEP+ que incluso registran problemas para cumplir con las cuotas de producción.

Gráfico 24
PETRÓLEO WTI: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/bl)

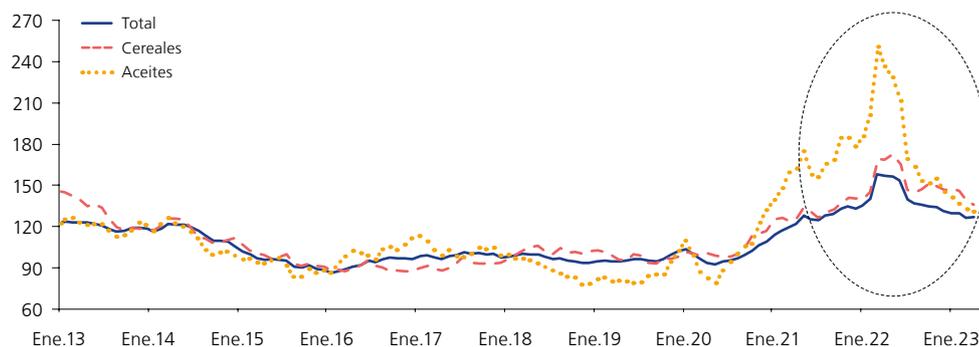


Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

19. Los precios de los **alimentos** se redujeron ligeramente respecto al Reporte anterior. De acuerdo con el índice de la FAO –que comprende cereales, azúcar, aceite, carnes y productos lácteos– los precios de los alimentos cayeron 3,5 por ciento en los primeros cuatro meses del año, aunque permanecen por encima de sus promedios históricos. Esta corrección se explicó por la caída de los precios de los aceites vegetales y de los cereales, principalmente.

Gráfico 25
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO*
 (Base 2014 - 2016 = 100)



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

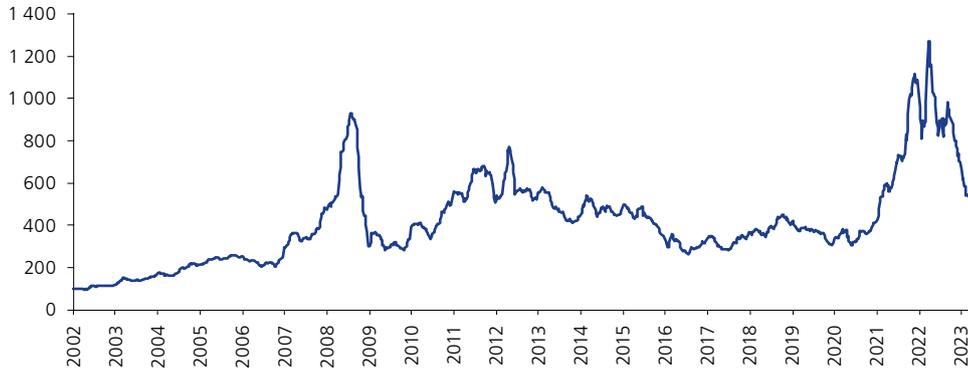
En términos generales, la reducción de los precios de la mayoría de alimentos se explica por las menores interrupciones en la cadena de suministro global, los acuerdos alcanzados para comercializar granos a través del Mar Negro y los altos niveles de producción en la mayoría de países. Asimismo, se registran menores costos en los fertilizantes, aunque aún se mantienen en niveles no vistos desde 2014.

En este sentido, se espera que los precios de la mayoría de alimentos no registren tendencia al alza en el horizonte de proyección, debido principalmente a los factores de oferta. Sin



embargo, el principal riesgo al alza que enfrentan los precios, en particular de los cereales, es la ocurrencia del Fenómeno El Niño.

Gráfico 26
ÍNDICE DE PRECIO DE FERTILIZANTES DE GREEN MARKETS NORTH AMERICA
 (Índice, 07-ene-2002=100)



Fuente: Reuters.

- (a) El precio del **maíz** se redujo en 3 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 250 en mayo de 2023. Con ello, la cotización del maíz acumuló una caída de 8 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio del maíz disminuyó por las expectativas del ingreso de la cosecha de Brasil y la proyección del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de una cosecha récord en dicho país en la temporada 2023/24. Las presiones a la baja también se explicaron por la renovación del acuerdo que permite las exportaciones de Ucrania por puertos del Mar Negro, por la reducción de la demanda china por maíz estadounidense y por los elevados inventarios de etanol en Estados Unidos. Sin embargo, la caída de los precios es limitada por los bajos inventarios mundiales del maíz.

Gráfico 27
MAÍZ: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

En este contexto, las proyecciones se revisan a la baja en el horizonte de proyección por las perspectivas de una mejor producción en Estados Unidos para la campaña 2023/2024 (ante las expectativas de un clima favorable) y el ingreso estacional de la cosecha de Sudamérica que mantendrá bien abastecido el mercado mundial en los próximos meses.

Los principales riesgos de esta proyección son el futuro del corredor de exportaciones de los granos a través del Mar Negro y el impacto del probable Fenómeno El Niño a fines de este año. Respecto a lo primero, cabe precisar que el maíz representa cerca de la mitad de las exportaciones realizadas a través del Mar Negro.

- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** se incrementó en 2 por ciento, alcanzando un nivel de US\$/TM 328 en mayo de 2023. Respecto a diciembre de 2022, la cotización del trigo acumuló una caída de 2 por ciento.

La cotización del trigo aumentó por un deterioro en las perspectivas de la oferta de trigo en Estados Unidos, asociados a los temores de una baja de la calidad de la cosecha de trigo de invierno como consecuencia de la sequía que viene afectando a los principales estados productores. Además, los inventarios de los principales países exportadores continúan relativamente ajustados, con niveles mínimos de once años. Un factor temporal que explicó el alza del precio fue la expectativa sobre posibles restricciones a las exportaciones de Rusia.

Durante el horizonte de proyección, el precio del trigo se revisa ligeramente al alza con respecto a las cotizaciones proyectadas en el Reporte de Inflación de marzo, luego de que el USDA estimara un incremento de la producción menor al esperado para la próxima campaña 2023/24. Los riesgos están sesgados al alza, debido a que el mercado mundial de trigo aún se encuentra ajustado y que, al igual que el maíz, es vulnerable a posibles interrupciones de los flujos de comercio de la región del Mar Negro.

Gráfico 28
TRIGO: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió US\$/TM 1 168 en mayo de 2023, menor en 11 por ciento respecto a la cotización de US\$/TM 1311 de marzo de



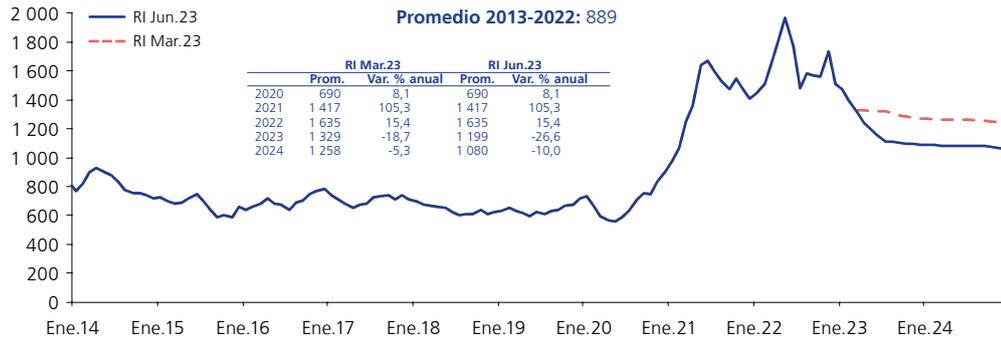


2023. Con ello, la cotización del aceite de soya acumuló una caída de 23 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización promedio del aceite de soya disminuyó por las mejores perspectivas de producción del grano de soya para la temporada 2023/24, ciclo en el que se obtendrían cosechas récord en Brasil y Estados Unidos. A ello se sumaría una recuperación de la producción de Argentina después del impacto de la sequía en la temporada actual. La caída en la cotización también se explica por las perspectivas de cambios regulatorios en Estados Unidos, donde la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos exigiría un menor uso de biodiesel a base de aceite de soya. Otros factores a la baja fueron una mayor oferta de los aceites sustitutos, en particular de las exportaciones de aceite de girasol de Ucrania.

Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios coticen por debajo de la estimación del Reporte anterior. La principal incertidumbre en esta proyección radica en la evolución del precio del petróleo y los probables cambios regulatorios en Estados Unidos. A pesar de los menores precios, se espera que la fuerte demanda subyacente y los inventarios limitados en los principales exportadores mantendrán los precios por encima de los niveles previos a la pandemia.

Gráfico 29
ACEITE DE SOYA: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

II. Balanza de pagos

Resultado de las cuentas externas

20. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ha mostrado una clara reducción al primer trimestre de 2023 de acuerdo con lo previsto: en términos interanuales, disminuyó US\$ 2 671 millones hasta representar 1,7 por ciento del producto, mientras que en términos anualizados bajó a 2,9 por ciento del PBI, desde 4,0 por ciento al cierre de 2022, manteniéndose en niveles sostenibles. Los factores comunes en esta evolución son la caída del déficit del ingreso primario, específicamente de las utilidades de empresas con IDE en el país, y el menor déficit de servicios, tras la corrección en los precios de fletes internacionales.

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

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.23	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 908	-1 027	-3 898	-5 274	-2 343	-3 760
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-4,0</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,3</i>
1. Balanza comercial	10 333	3 655	13 844	14 260	14 233	15 659
a. Exportaciones	66 235	15 489	68 179	66 131	70 327	68 824
<i>De las cuales:</i>						
i) Tradicionales	47 760	10 782	48 600	46 929	49 289	48 297
ii) No Tradicionales	18 221	4 643	19 351	18 993	20 820	20 329
b. Importaciones	55 902	11 835	54 334	51 872	56 094	53 165
2. Servicios	-8 642	-1 870	-6 847	-6 626	-5 388	-5 403
3. Ingreso primario (renta de factores)	-17 373	-4 294	-16 515	-18 980	-16 700	-20 035
4. Ingreso secundario (transferencias)	5 773	1 483	5 620	6 072	5 513	6 018
Del cual: Remesas del exterior	3 708	942	3 873	3 894	3 989	4 028
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-9 246	-1 861	-6 699	-6 614	-4 843	-7 260
1. Sector privado	-10 203	-2 710	-4 512	-5 828	-2 524	-4 460
a. Largo plazo	-14 587	-2 964	-4 512	-5 828	-2 524	-4 460
b. Corto plazo	4 385	254	0	0	0	0
2. Sector público 2/	957	849	-2 187	-786	-2 319	-2 800
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-4 427	-745	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	-5 089	89	2 801	1 339	2 500	3 500
IV= (I+III) - II = (1-2)						
1. Variación del saldo de RIN	-6 612	851	2 801	2 101	2 500	3 500
2. Efecto valuación	-1 523	762	0	762	0	0

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

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Se prevé que el déficit de la cuenta corriente continúe su reducción en 2023 y 2024, la cual considera un panorama de recuperación de los términos de intercambio, normalización





del comercio internacional, avance de la producción primaria y de la demanda global. No obstante, la corrección del déficit en cuenta corriente sería más gradual a la prevista en el Reporte de marzo, debido a que la actual proyección asume un nivel más alto de utilidades de empresas no mineras con IDE en el país sobre la base de lo observado en el primer trimestre.

21. Consistente con la evolución de la cuenta corriente, la **cuenta financiera** al primer trimestre de 2023 mostró un menor incremento de la posición deudora neta. El ajuste gradual en el requerimiento de financiamiento externo se traducirá en una reducción en las entradas netas de la cuenta financiera en el horizonte de proyección. No obstante, el aumento de la posición deudora neta considerado para ambos años se revisa al alza respecto al Reporte de marzo, debido a (i) un mayor aumento de pasivos de IDE por utilidades más altas, (ii) un incremento de la inversión de cartera en el país en 2023 y (iii) desembolsos externos más altos del sector público y privado.

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

22. Los términos de intercambio mostraron una disminución interanual en el primer trimestre de 2023, debido a que la caída en los precios de exportación —principalmente de gas natural, petróleo crudo y derivados, zinc y cobre— superó la disminución registrada en los precios de importación —fundamentalmente de insumos industriales como plásticos, hierro y acero y químicos orgánicos, así como del petróleo crudo—. Esta evolución se encuentra asociada a un deterioro en las perspectivas de la demanda global, temores de un menor dinamismo en China y una política monetaria más agresiva por parte de los principales bancos centrales.

Se prevé un incremento de los términos de intercambio de 3,7 por ciento en 2023, debido a que la caída prevista en el precio de importaciones superará a la de los precios de exportaciones. La mayor reducción del precio de las importaciones está relacionada a la corrección proyectada en el precio del petróleo, a su vez resultado de una menor demanda esperada asociada a una política monetaria restrictiva en Estados Unidos y Europa, la persistencia de la inflación mundial y los temores de una crisis financiera; así como de una mayor oferta de combustibles, dado que se alcanzarían niveles históricamente altos de producción en distintos países. En tanto para 2024 se proyecta un crecimiento del precio de exportaciones y una disminución del de importaciones; estos efectos generarían un crecimiento de 2,5 por ciento de los términos de intercambio.

En comparación con el Reporte de marzo, los precios de exportación han sido corregidos a la baja para 2023, principalmente de algunos metales industriales (cobre y zinc) y del gas natural; revisión que se explica por un crecimiento del sector inmobiliario de China por debajo de lo esperado, perspectivas negativas sobre la recuperación de la demanda de cobre de China por parte de inversionistas no comerciales, elevados niveles de producción de zinc y gas, un clima más cálido que lo esperado en Europa y un mercado global menos ajustado. En tanto para 2024, los precios de exportación se revisaron al alza de 1,2 por ciento a 1,9 por ciento, liderado por los mayores precios del oro, gas natural y café.

Respecto a los precios de importación de 2023, el presente Reporte asume una mayor caída debido a la revisión a la baja de los precios del petróleo y derivados, de alimentos como el aceite de soya y el maíz, y de insumos industriales. Lo anterior se encuentra asociado a perspectivas de menor demanda, aumento de la producción de petróleo en Estados Unidos, Rusia e Irán, menores interrupciones en las cadenas de suministro

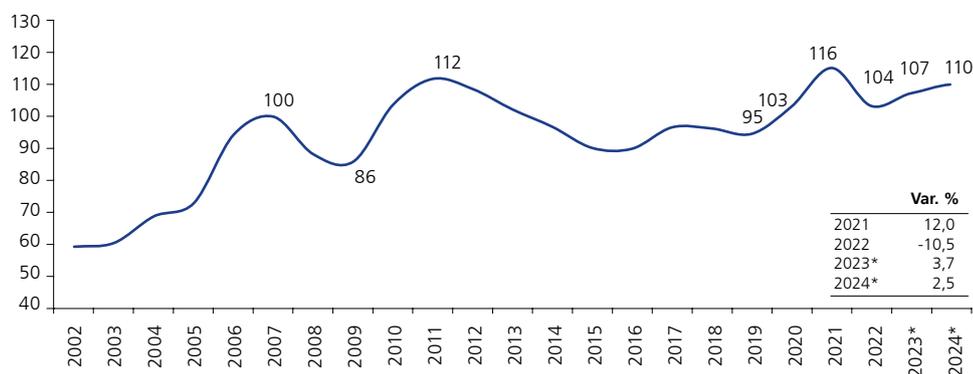
global, acuerdos para comercializar granos en el Mar Negro y mejores perspectivas para la producción del grano de soya. Para 2024 el escenario base actual supone una reducción en los precios de importaciones que estaría explicada por precios más bajos de alimentos (maíz y soya) y del petróleo y sus derivados.

Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2022-2024

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	-10,5	-4,9	3,9	3,7	0,9	2,5
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	1,8	-6,1	-0,7	-3,1	1,2	1,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	400	404	400	388	397	383
Zinc (ctv US\$ por libra)	158	142	137	124	131	117
Plomo (ctv US\$ por libra)	98	97	95	96	81	96
Oro (US\$ por onza)	1 801	1 888	1 857	1 999	1 942	2 126
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	13,7	-1,3	-4,4	-6,6	0,3	-0,6
Petróleo (US\$ por barril)	95	76	76	73	72	68
Trigo (US\$ por TM)	370	333	309	317	286	288
Maíz (US\$ por TM)	273	270	248	235	226	205

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2024
(Índice 100 = 2007)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

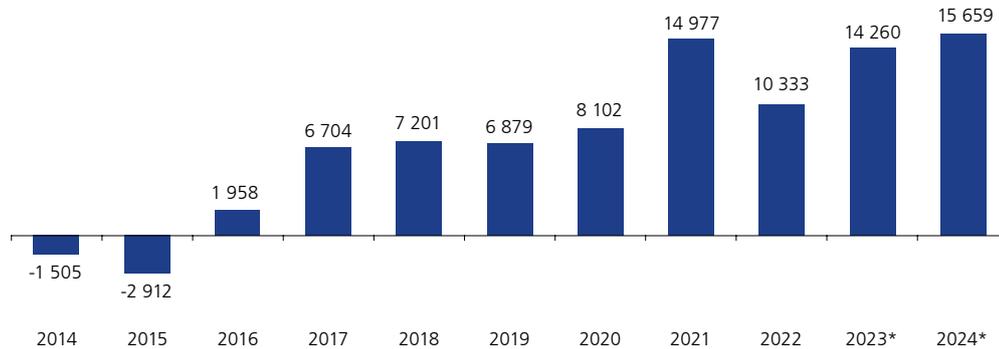
23. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó US\$ 3 655 millones durante el primer trimestre de 2023, monto inferior en US\$ 237 millones al registrado en el mismo periodo de 2022 (US\$ 3 892 millones). La contracción interanual respondió a una reducción de las exportaciones en mayor proporción que la caída de las importaciones. Esta evolución se originó en un contexto de caída de los términos de intercambio y de menor volumen de bienes exportados.

Se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de US\$ 14,3 mil millones en 2023, monto superior en US\$ 415 millones al esperado en el Reporte de marzo, asimismo



para 2024 se revisa la proyección al alza desde US\$ 14,2 mil millones a US\$ 15,7 mil millones. El cambio en la proyección se encuentra en línea con la corrección en los precios de importación en 2023 y 2024 y menores volúmenes importados de insumos.

Gráfico 31
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2014-2024
(Millones de US\$)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

24. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 15 489 millones durante el primer trimestre de 2023, cifra inferior en US\$ 1 374 millones (-8,2 por ciento) en comparación al valor del mismo periodo de 2022. La reducción es reflejo, fundamentalmente, de la caída del precio promedio de las exportaciones —cobre, zinc, gas natural, y petróleo y derivados—; y en menor magnitud de la caída del volumen exportado —harina de pescado, café, oro, zinc, y gas natural—.

Las exportaciones se reducirían 0,2 por ciento en 2023 básicamente debido a una caída en el precio del cobre y el zinc. Asimismo, se proyecta que estas se recuperen y crezcan 4,1 por ciento en 2024, explicado por un aumento en los volúmenes exportados de cobre y gas natural, así como mayores precios de oro, gas natural y productos no tradicionales.

Respecto al Reporte previo, el menor valor de las exportaciones en 2023 se sustenta en una revisión a la baja de su precio promedio —principalmente de productos tradicionales— y una menor producción esperada de productos tradicionales como harina de pescado y oro, básicamente—.

25. Las **importaciones** sumaron US\$ 11 835 millones durante el primer trimestre del año, lo que representó una disminución de US\$ 1 137 millones (-8,8 por ciento) con respecto a igual período de 2022. Este desarrollo es producto de la caída de los volúmenes importados, principalmente de bienes de capital e insumos industriales. En menor magnitud contribuyó la caída de los precios de importación, específicamente en insumos.

Las importaciones se reducirían 7,2 por ciento en 2023 debido a una caída en el precio del petróleo y en el volumen de insumos industriales y de bienes de capital. Asimismo, se prevé que el valor de las importaciones crezca 2,5 por ciento en 2024, explicada por la recuperación de la demanda interna.

Respecto al Reporte de marzo, se espera una mayor reducción de las importaciones para 2023, la cual estará sustentada fundamentalmente en una menor proyección del valor de insumos, principalmente de combustibles y de insumos industriales por menores precios. En menor medida, contribuirían los menores volúmenes importados, en línea con el menor crecimiento esperado de la demanda interna. Por su parte, la revisión para 2024 viene explicada por una corrección a la baja de los precios de importación, principalmente de productos como el maíz, la soya, el petróleo e insumos industriales.

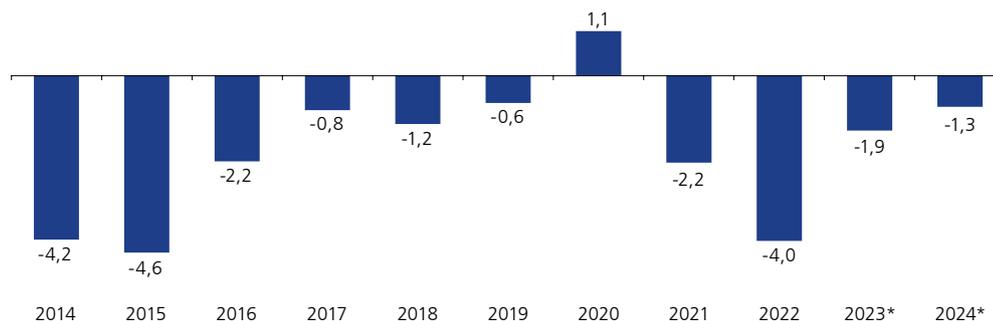
Cuenta corriente

26. La **balanza en cuenta corriente** acumulada en los últimos 4 trimestres pasó de un déficit de 4,0 por ciento del PBI en 2022 a uno de 2,9 por ciento al primer trimestre de 2023. Esta evolución reflejó: (i) la disminución de las utilidades de empresas privadas con IDE por la corrección en los precios de exportación, (ii) los mayores ingresos por intereses por incremento en las tasas internacionales, y (iii) la disminución del déficit de servicios, explicada por la disminución de los precios del transporte marítimo.

Se prevé que el déficit de cuenta corriente se reduzca entre 2022 y 2023, debido al mayor superávit de la balanza comercial, que refleja menores precios de importaciones y un crecimiento más moderado de la demanda interna y de los ingresos. Además, se espera un déficit más bajo de servicios, en vista de la corrección global en los fletes internacionales y por la gradual recuperación del turismo receptivo. El panorama para 2024 implica una recuperación de la producción primaria, de la demanda global y de los precios de exportación, lo que se traduciría en un mayor nivel de exportaciones. Asimismo, la cuenta de servicios registrará un menor déficit por la normalización del comercio internacional y del turismo receptivo. La reducción gradual del déficit de cuenta corriente en el horizonte de proyección se corresponde con la recuperación del ahorro privado y la menor inversión bruta interna.

No obstante, el Reporte actual considera una corrección más lenta del déficit en cuenta corriente en el horizonte de proyección. Ello se debe a un nivel más alto de utilidades de empresas con IDE.

Gráfico 32
CUENTA CORRIENTE: 2014-2024
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

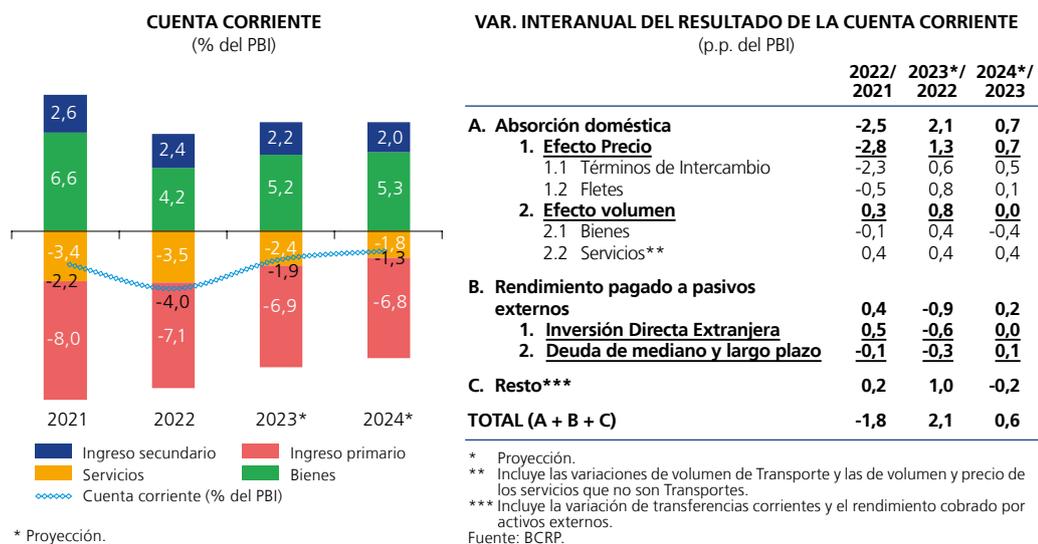


27. La variación en el déficit de cuenta corriente puede descomponerse en 2 factores principales, aquel atribuido a la absorción doméstica (mayor demanda nominal de bienes y servicios del exterior) y el relacionado al rendimiento pagado a los factores de producción (capital) y a pasivos que el Perú tiene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

La disminución del déficit en 2023 y 2024 estará motivada en mayor cuantía por el efecto precio de la absorción doméstica, puntualmente debido al impacto favorable de la recuperación de los términos de intercambio (0,6 p.p. y 0,5 p.p., respectivamente). La reducción de los fletes, tras la normalización en la cadena global de suministros, impactaría favorablemente en 2023 (0,8 p.p.). Por último, contribuiría a reducir el déficit de 2023 el aumento del volumen neto de bienes y servicios (0,8 p.p. en conjunto), donde destaca la reducción del volumen importado de bienes, así como el aumento de los intereses cobrados por activos que Perú tiene en el extranjero, en vista de las mayores tasas de interés.

La reducción del déficit de 2023 estará amortiguada por un mayor rendimiento que Perú debe pagar a pasivos externos, debido a un nivel de utilidades más alto, e intereses pagados por deuda de mediano y largo plazo.

Cuadro 10
FACTORES DETRÁS DE LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE, 2022-2024



28. Al primer trimestre de 2023 se observa una reducción sincronizada del déficit en cuenta corriente de varios países de la región. En Chile la caída se debe al saldo positivo más elevado de la balanza comercial de bienes, producto del incremento de sus términos de intercambio. En Brasil, es explicado por el incremento del superávit de bienes y servicios; en tanto que en Colombia las reducciones de los déficits de la balanza de bienes y servicios, y de ingreso primario explican el resultado de la cuenta corriente.

Cuadro 11
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
 (Anualizada, en % del PBI)

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

* Proyección.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

Cuenta financiera

29. La **cuenta financiera** del primer trimestre de 2023 mostró una entrada neta de capitales de US\$ 1 861 millones, equivalente a 3,1 por ciento del PBI. El flujo del periodo estuvo compuesto por un incremento en el financiamiento de largo plazo del sector privado, principalmente por pasivos de IDE asociados a la reinversión de utilidades y desembolsos de préstamos de largo plazo. Estos flujos de entrada fueron contrarrestados por ventas de bonos soberanos por parte de no residentes y por compras de activos externos netos de corto plazo, en particular, por parte de empresas bancarias y el sector no financiero.

El flujo de entrada neta de capitales se irá reduciendo gradualmente en el horizonte de proyección, siguiendo el menor requerimiento de financiamiento de la cuenta corriente. Ello se reflejará en el menor aumento de pasivos de IDE en 2023, la reanudación de las compras de activos en el exterior por parte de AFP y fondos mutuos y una mayor preferencia de financiamiento de las empresas mediante recursos propios.

En relación con el Reporte previo, se revisó a la baja el flujo de financiamiento al sector público en 2023, debido a mayores pagos por amortizaciones y por una recuperación más lenta de la compra de bonos soberanos por no residentes. Asimismo, el flujo de financiamiento al sector privado se espera que sea mayor al esperado en el Reporte previo debido a la mayor reinversión de utilidades —alineados con las utilidades esperadas más altas— y los desembolsos ejecutados al primer trimestre. Para 2024, también se espera un mayor nivel de financiamiento respecto a marzo, fundamentalmente por reinversión de utilidades.

30. El **financiamiento externo de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 2 964 millones durante el primer trimestre de 2023, menor en US\$ 2 103 millones al observado en igual periodo del año anterior. El resultado se explica por los flujos más bajos de pasivos de IDE y de préstamos netos de largo plazo. Por el lado de los activos, se observó un incremento de la IDE, atenuada por la caída de la inversión de cartera en el exterior.

El flujo de financiamiento privado de 2023 sería menor al de 2022, en mayor magnitud por el reinicio de la inversión de cartera en el exterior por parte de las AFP y fondos mutuos y por el menor incremento de pasivos de IDE. Por otro lado, se asume que las necesidades de inversión de las empresas serán cubiertas con recursos propios (vía reinversión de utilidades), lo que disminuiría la preferencia por préstamos netos de largo





plazo de terceros. Estos factores continuarían en 2024 reduciendo levemente la entrada neta de capitales de largo plazo.

Cuadro 12
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO^{1/}
(Millones de US\$)

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.23	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
SECTOR PRIVADO (A + B)	-10 203	-2 710	-4 512	-5 828	-2 524	-4 460
<i>Porcentaje del PBI</i>	-4,2	-4,5	-1,7	-2,1	-0,9	-1,5
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	-14 587	-2 964	-4 512	-5 828	-2 524	-4 460
1. ACTIVOS	-2 906	567	2 925	3 577	3 458	5 126
Inversión directa	-448	672	1 227	1 250	565	1 525
Inversión de cartera 2/	-2 458	-105	1 698	2 326	2 892	3 601
2. PASIVOS 3/	11 682	3 531	7 437	9 404	5 981	9 586
Inversión directa	10 848	2 487	8 885	9 778	9 130	11 523
Inversión de cartera 4/	-760	301	200	556	0	0
Préstamos de largo plazo	1 594	744	-1 648	-930	-3 148	-1 936
B. CORTO PLAZO	4 385	254	0	0	0	0

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

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

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

4/ Considera la compra neta de acciones por no residentes a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), registrada por CAVALI. Incluye bonos y similares.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Comparado con el Reporte previo, la cuenta financiera privada de largo plazo de 2023 incluye mayores pasivos de IDE (por utilidades más altas) y préstamos netos de largo plazo e inversión de cartera más elevados debido a los datos observados al primer trimestre. Para 2024 también se proyecta un incremento más alto de la posición deudora neta, debido a que se espera un nivel más elevado de pasivos de IDE y de desembolsos. Estos factores serían contrarrestados en cierta medida por una recuperación más rápida de la inversión de cartera en el exterior.

31. El **financiamiento externo del sector público** fue negativo en US\$ 849 millones durante los tres primeros meses de 2023. El flujo del periodo se explica, principalmente, por la venta de bonos soberanos por parte de no residentes (US\$ 614 millones) y por las amortizaciones de cartera (US\$ 173 millones) y de préstamos (US\$ 92 millones). El financiamiento externo fue más negativo respecto al mismo periodo de 2022 debido a la mayor venta de bonos soberanos adquiridos por no residentes y por la mayor compra de bonos globales adquiridos por residentes.

Se proyecta que el flujo de financiamiento al sector público se recupere en 2023 y 2024 producto del reinicio de las adquisiciones de bonos soberanos por parte de no residentes, considerando un contexto de menor incertidumbre global, y por mayores desembolsos de préstamos de largo plazo.

En comparación al Reporte previo, la cuenta financiera pública de 2023 incorpora mayores pagos por amortizaciones y menor adquisición de bonos soberanos por parte de no residentes observada en lo que va del año, lo que sería parcialmente contrarrestado por desembolsos por préstamos de largo plazo más elevados. La proyección de 2024

incorpora un ritmo de compra de bonos soberanos por parte de no residentes mayor al esperado en el Reporte de marzo.

Cuadro 13
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO ^{1/}
(Millones de US\$)

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.23	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
I. ACTIVOS	-145	46	221	154	140	140
II. PASIVOS (1 + 2 + 3) 2/	-1 102	-803	2 408	940	2 459	2 940
1. Inversión de cartera	-1 880	-878	1 014	-897	1 450	1 909
Emisiones	600	0	0	0	0	0
Amortizaciones	-658	-173	-173	-1 801	-389	-404
Otras operaciones (a - b) 3/	-1 822	-705	1 187	904	1 839	2 313
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	-1 888	-614	1 192	1 008	1 839	2 313
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-66	91	4	104	0	0
2. Préstamos	779	75	1 394	1 837	1 009	1 031
Desembolsos	1 838	167	2 475	2 931	2 031	2 081
Amortizaciones	-1 060	-92	-1 081	-1 094	-1 021	-1 050
3. BCRP: otras operaciones 4/	0	0	0	0	0	0
III. TOTAL (I - II)	957	849	-2 187	-786	-2 319	-2 800

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

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

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

4/ Incluye las asignaciones por Derechos Especiales de Giro (DEG).

* Proyección.

Fuente: BCRP.

32. Se prevé que el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector privado pase de 13,4 por ciento en 2022 a 10,3 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 10 años. Por su parte, la deuda externa pública bajaría en una proporción ligeramente inferior, de 24,6 a 21,9 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 33
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Fuente: BCRP.

Reservas Internacionales Netas

33. Al 15 de junio, las reservas internacionales acumulan un incremento de US\$ 2 596 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 74 779 millones.





Este resultado se atribuye, en mayor magnitud, al incremento de depósitos de bancos comerciales (US\$ 2 777 millones) y del sector público (US\$ 1 762 millones), lo que fue contrarrestado por operaciones cambiarias con el sector público (US\$ 3 202 millones).

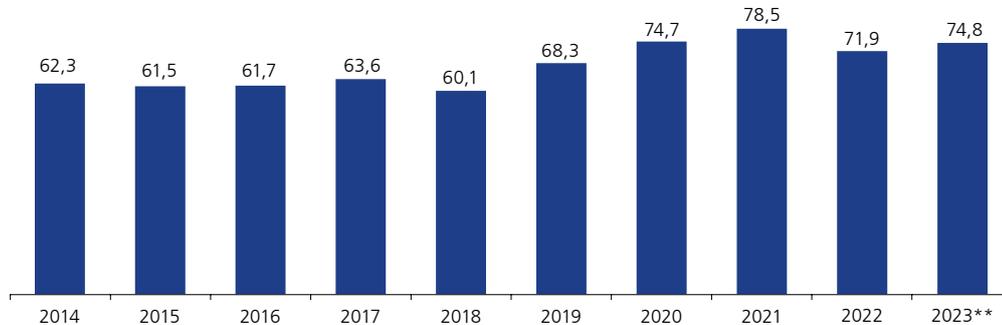
A pesar de que el coeficiente de reservas internacionales en porcentaje del PBI se reduciría ligeramente por debajo de su nivel prepandemia en el horizonte de proyección, estas pueden cubrir más de 5 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo y entre 3 y 4 veces la suma de estos pasivos más el déficit en cuenta corriente. Adicionalmente, el Perú cuenta desde el 27 de mayo de 2022 con un acuerdo sucesorio de la línea de crédito flexible (FCL) del FMI, de acceso contingente hasta por aproximadamente US\$ 5,3 mil millones. El acuerdo busca fortalecer la resistencia de la economía frente a la incertidumbre mundial por temores de una recesión, el conflicto entre Rusia y Ucrania y las condiciones financieras internacionales más restrictivas que han venido afectando la actividad económica y la inflación a nivel global.

Gráfico 34
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2014 - 2024
(Miles de millones de US\$)

	2019	2020	2021	2022*	2023*	2024*
Reservas Internacionales como porcentaje de:						
a. PBI	29,4	36,3	34,8	29,4	26,8	26,3
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	498	538	578	454	525	550
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	455	642	421	279	382	434

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

* Proyección.



** Al 15 de junio de 2023.

Fuente: BCRP.

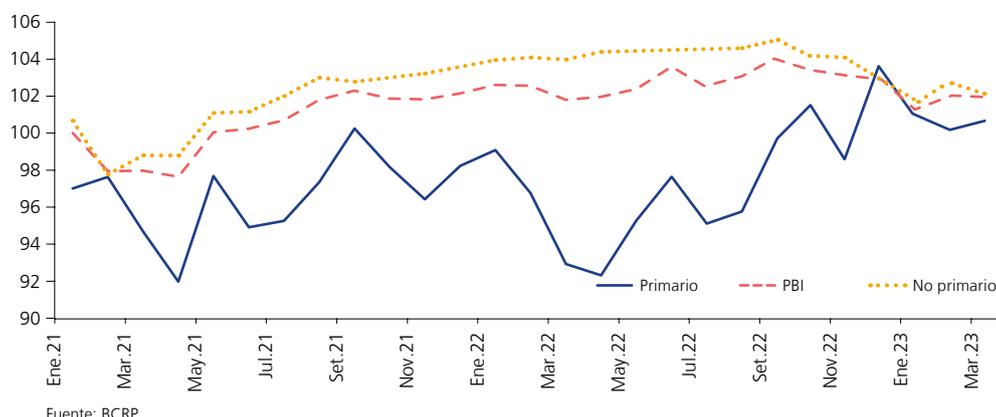
III. Actividad económica

PBI sectorial

34. La actividad económica del primer trimestre de 2023 se contrajo 0,4 por ciento interanual, evolución que se atribuye principalmente al impacto de los bloqueos de carreteras y la paralización de actividades, producto de los conflictos sociales, y al exceso de lluvias, incluyendo el efecto del ciclón Yaku en marzo. Las actividades más afectadas fueron las del sector no primario, en especial de los sectores construcción, manufactura y servicios. La contracción del sector construcción se reflejó en una caída de la inversión privada y pública.

El indicador desestacionalizado de la actividad económica mensual se recuperó en febrero tras la caída observada en enero, no obstante, en marzo retrocedió ligeramente. De esta forma, el índice de actividad aun no alcanza los niveles de diciembre del año pasado debido al estancamiento de los sectores primarios (eventos climatológicos y conflictos sociales), de construcción (bajo nivel de inversión) y comercio (retroceso del gasto privado).

Gráfico 35
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
 (Base 100 = 4T-2019)



35. Se prevé que la economía crezca 2,2 por ciento en 2023, un ritmo más lento que el observado en el año previo (2,7 por ciento). Esta proyección incorpora la desaceleración





de las actividades no primarias, derivadas del menor dinamismo en el consumo privado y la inversión pública, así como la contracción de la inversión privada. La desaceleración de la inversión pública se explica por el impacto usual del primer año de las autoridades subnacionales sobre el gasto, mientras que la contracción de la inversión privada se deriva de un entorno en que las expectativas empresariales se recuperan gradualmente de la inestabilidad sociopolítica. Por otra parte, se prevé que los sectores primarios muestren una mejora respecto a 2022 debido a la entrada en operación de Quellaveco y menos días de paralización de la actividad minera. Se prevé que el PBI crezca 3,0 por ciento en 2024, puesto que el avance de la demanda interna permitirá que los sectores no primarios se recuperen a una tasa de 3,1 por ciento.

La proyección actual implica una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales en el crecimiento de 2023 (de 2,6 a 2,2 por ciento) respecto a lo considerado en el Reporte de marzo. Ello responde al mantenimiento de la veda pesquera de anchoveta en la zona norte-centro en mayo y junio, y datos desfavorables del primer trimestre en los sectores agropecuario, manufactura y construcción, por el impacto de los conflictos sociales, el menor dinamismo de la demanda interna y efectos climáticos adversos. Se ha observado también la acumulación de existencias en diversas empresas, fundamentalmente del sector manufactura, relacionada a la desaceleración del gasto privado.

Cuadro 14
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
PBI primario	0,8	4,7	5,1	4,0	3,0	2,9
Agropecuario	4,4	-0,2	2,2	0,4	2,7	2,7
Pesca	-13,7	22,4	5,0	-15,0	3,5	10,5
Minería metálica	-0,1	3,2	7,0	8,3	3,1	2,4
Hidrocarburos	4,0	-1,1	4,7	4,7	4,9	4,9
Manufactura	-2,6	20,8	5,3	0,0	2,0	3,3
PBI no primario	3,2	-1,7	1,9	1,7	3,1	3,1
Manufactura	2,1	-6,6	1,0	0,0	3,0	3,0
Electricidad y agua	3,9	4,6	4,6	4,3	3,9	3,9
Construcción	3,0	-11,5	1,0	0,0	3,2	3,2
Comercio	3,3	2,2	2,2	2,5	3,5	3,5
Servicios	3,4	-0,7	2,1	1,9	2,9	2,9
Producto Bruto Interno	2,7	-0,4	2,6	2,2	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

36. Los factores que han suscitado la revisión a la baja en el PBI de 2023 incidirán en mayor medida sobre el crecimiento esperado para el primer semestre del año. El escenario base del Reporte actual supone la ocurrencia de un Fenómeno El Niño global débil entre fines de 2023 y el primer trimestre de 2024.

- a) El sector **agropecuario** se contrajo 0,2 por ciento en el primer trimestre del año, por baja producción procedente de la sierra (papa, maíz, arveja, haba y cebada

entre otros). Este resultado fue parcialmente atenuado por mayor producción de frutas de exportación (uva, arándanos, palta y mango), y agroindustrial (maíz amarillo duro y algodón), con precios favorables en la época de siembra.

Respecto a la disponibilidad del recurso hídrico, se recuperó el nivel de almacenamiento de agua desde marzo, por anomalías en las precipitaciones (debido al calentamiento de la temperatura superficial del mar y el ciclón Yaku). Así, al 2 de junio de 2023, el almacenamiento en los principales reservorios¹ fue superior a 80 por ciento respecto a su volumen útil total, destacando los niveles de almacenamiento de Poechos, Tinajones y Gallito Ciego al cien por ciento.

Para 2023, la proyección se ajustó a la baja de 2,2 a 0,4 por ciento, por los impactos de las anomalías climáticas en la producción agrícola de la sierra (déficit hídrico hasta enero 2023 y heladas) y de la costa (anomalías en la temperatura ambiental y en las precipitaciones). Además, la producción avícola se recuperaría más lentamente de la gripe aviar. Para 2024, se mantiene la proyección de 2,7 por ciento, bajo un escenario de un Niño Costero débil a moderado en el verano de 2024 y la recuperación del sector avícola a partir del segundo semestre de 2023.

- b) El sector **pesca** experimentó un crecimiento de 22,4 por ciento durante el primer trimestre de 2023. Ello principalmente debido al mayor saldo de cuota de la segunda temporada de anchoveta de la zona norte-centro 2022, que impulsó un crecimiento de 211,4 por ciento de la pesca para consumo industrial en el primer trimestre del año.

Asimismo, las anomalías positivas en la temperatura del mar registradas ocasionaron mayor disponibilidad de recursos como la pota (239,1 por ciento), caballa (55,8 por ciento), bonito (30,7 por ciento) y jurel (18,8 por ciento). Así, la pesca marítima para consumo humano directo se incrementó 3,4 por ciento en los primeros tres meses del año. Este resultado se habría visto atenuado principalmente por la menor captura de concha de abanico (-58,6 por ciento), por oleajes anómalos en la bahía de Sechura y anomalías positivas en la temperatura del mar en marzo, que generaron la mortandad de ejemplares.

Para 2023 se revisa la proyección para el sector de un crecimiento de 5,0 por ciento a una contracción de 15,0 por ciento en el presente Reporte, debido al mantenimiento de la veda pesquera de anchoveta en la zona norte-centro en mayo y junio, y la menor cuota establecida para pota. Para 2024 se revisa la proyección de crecimiento a 10,5 por ciento.

- c) En el primer trimestre de 2023 el sector **minería metálica** creció 3,2 por ciento, por la mayor extracción de cobre (10,3 por ciento), ante la entrada en operación

1 Poechos, Tinajones, Gallito Ciego, San Lorenzo, Sistema Chili y Condoroma.





de Quellaveco en el tercer trimestre de 2022. La empresa produjo 59 mil TMF de cobre durante los 3 primeros meses del año. Adicionalmente, se registró mayor producción de Southern, puesto que en marzo de 2022 la empresa paralizó las operaciones de Cuajone por problemas con las comunidades. Asimismo, se incrementó la producción de hierro, por mayor procesamiento de Shougang.

Por el contrario, se registró menor producción de: (i) estaño (-68,7 por ciento), por problemas con las comunidades en la unidad de San Rafael; (ii) zinc (-12,5 por ciento) por la menor producción de Antamina y El Brocal. Asimismo, se registró menor producción de plata (-9,5 por ciento), plomo (-5,1 por ciento) y molibdeno (-9,2 por ciento) asociado a las menores leyes de las empresas mineras.

Para 2023 se revisa la proyección del sector de 7,0 a 8,3 por ciento por el inicio, antes de lo anticipado, de la producción de molibdeno por parte de Quellaveco. Asimismo, la proyección asume un entorno de estabilidad sociopolítica que no afecte los planes de producción de las empresas. Para 2024 se prevé que el sector crezca 2,4 por ciento.

- d) La actividad del sector **hidrocarburos** en los tres primeros meses del año se redujo 1,1 por ciento, respecto a similar periodo del 2022, por la menor extracción de petróleo y líquidos de gas natural. La producción de petróleo se redujo 6,2 por ciento por la menor producción de los lotes ubicados en el zócalo (Z-2B) y en la costa (X, VI- VII, entre otros). Por otro lado, la producción del lote 95 (oriente) se incrementó por la mayor perforación de pozos. Asimismo, la menor extracción de líquidos de gas natural se debe a la menor producción del lote 56.

En abril y mayo de 2023 la producción de petróleo estuvo afectada por la presencia de oleajes anómalos que dificultó el embarque. Por su parte, los lotes 192 y 8 continúan sin operar, luego de que paralizaran operaciones en 2020. Asimismo, el lote 67 se encuentra paralizado desde octubre de 2022 por conflictos sociales.

Para 2023 se mantiene la proyección de crecimiento de 4,7 por ciento, por la recuperación de la producción de gas natural y líquidos de gas natural. En 2024, el sector crecería 4,9 por ciento asociado a una normalización de la extracción de petróleo en los lotes en la selva.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** creció 20,8 por ciento en el primer trimestre de 2023, principalmente por la mayor producción de conservas y congelados de pescado y harina y aceite de pescado, así como por la mayor refinación de metales no ferrosos e hidrocarburos.

Se revisa a la baja la proyección del subsector en 2023, de 5,3 por ciento a un crecimiento nulo, considerando la menor actividad pesquera. Se espera un incremento de 3,3 por ciento para 2024.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** se contrajo 6,6 por ciento en el primer trimestre de 2023 afectada por los conflictos sociales, la caída de la inversión privada y la moderación del consumo. Las ramas que registraron una

menor producción fueron las de insumos como plásticos y envases de papel y cartón; bienes de consumo masivo como otros artículos de papel y cartón, productos alimenticios diversos, y aceites y grasas; y bienes orientados a la inversión como cemento y productos metálicos.

Se proyecta un crecimiento nulo de la manufactura no primaria en 2023; no obstante, la producción del subsector continuaría ubicándose por encima de los niveles previos a la pandemia. Asimismo, se espera un crecimiento interanual de 3,0 por ciento para 2024.

- g) El sector **construcción** disminuyó su actividad en 11,5 por ciento en el primer trimestre de 2023, afectado por los conflictos sociales y las lluvias durante el primer trimestre.

Para 2023 se estima que la actividad del sector construcción registre un crecimiento nulo, a pesar de la recuperación esperada de la autoconstrucción en el segundo semestre del año. Para 2024 se prevé un crecimiento de 3,2 por ciento, impulsado por la recuperación de la inversión pública y privada.

- h) En el primer trimestre de 2023 el sector **comercio** creció 2,2 por ciento, impulsado por las mayores ventas al por mayor (2,2 por ciento), al por menor (2,6 por ciento) y de vehículos automotores y motocicletas (0,8 por ciento). Estos rubros crecieron en un entorno sin restricciones de aforo.

Para 2023 se espera que la actividad del sector se incremente 2,5 por ciento. Asimismo, en 2024 el sector crecería 3,5 por ciento.

- i) El sector **servicios** se redujo 0,7 durante los 3 primeros meses del año. La actividad del sector se vio afectada por los menores servicios de telecomunicaciones, ante las menores llamadas por teléfono fijo y móvil, así como por la desaceleración del consumo de internet ante el retorno de actividades presenciales. De igual manera, el sector financiero y seguros, que ya mostraba una dinámica previa de desaceleración, se redujo 6,6 por ciento.

Por otro lado, los sectores de transporte y almacenamiento (0,2 por ciento), y alojamiento y restaurantes (5,0 por ciento) se desaceleraron debido a los conflictos sociales registrados durante los primeros meses del año, así como por las lluvias registradas en el norte del país.

Para 2023 se espera un crecimiento del sector de 1,9 por ciento. Esta proyección considera el impacto en la actividad económica de los conflictos sociales y las lluvias de los primeros meses del año. Para 2024 se espera que el sector crezca 2,9 por ciento.

PBI gasto

37. Por el lado del gasto, la contracción de la demanda interna en el primer trimestre de 2023 se atribuye a la caída de la inversión privada y a un menor crecimiento en el



consumo privado. Esta evolución se produjo en un contexto de conflictos sociales, ausencia de nuevos proyectos mineros a gran escala, una disminución en la inversión pública por parte de los gobiernos subnacionales y de retiro gradual del gasto público relacionado a la pandemia y reactivación.

La desaceleración prevista de la actividad económica en 2023 está relacionada a las bajas tasas de crecimiento contempladas para el consumo privado y la inversión pública, asimismo se espera una caída de la inversión privada en un contexto de lenta recuperación de la confianza empresarial, ausencia de megaproyectos mineros y bajo dinamismo de la autoconstrucción. Para 2024, se espera que la recuperación del gasto privado en un escenario de mayor confianza de los agentes contribuya a un crecimiento económico de 3,0 por ciento.

La revisión a la baja en el crecimiento respecto al Reporte de marzo se debe a un menor dinamismo esperado del gasto privado, explicado por los datos observados al primer trimestre y a una recuperación más gradual de la confianza empresarial; así como al menor volumen exportado de bienes tradicionales. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento (3,0 por ciento) con la demanda interna como principal motor del crecimiento, y en un escenario de estabilidad sociopolítica y macroeconómica.

Cuadro 15
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

	2022	2023*			2024*	
		I Trim.	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
Demanda interna	2,3	-1,4	2,1	1,5	2,9	2,9
Consumo privado	3,6	0,7	2,8	2,6	3,0	3,0
Consumo público	-3,4	-6,0	2,0	2,0	3,0	3,0
Inversión privada	-0,4	-12,0	-0,5	-2,5	1,8	1,8
Inversión pública	7,7	-1,0	1,0	1,5	4,0	4,0
Var. de inventarios (contribución)	0,1	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	6,1	-1,1	3,9	3,4	3,5	3,3
Importaciones	4,4	-5,0	1,9	0,8	2,9	2,9
Producto Bruto Interno	2,7	-0,4	2,6	2,2	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

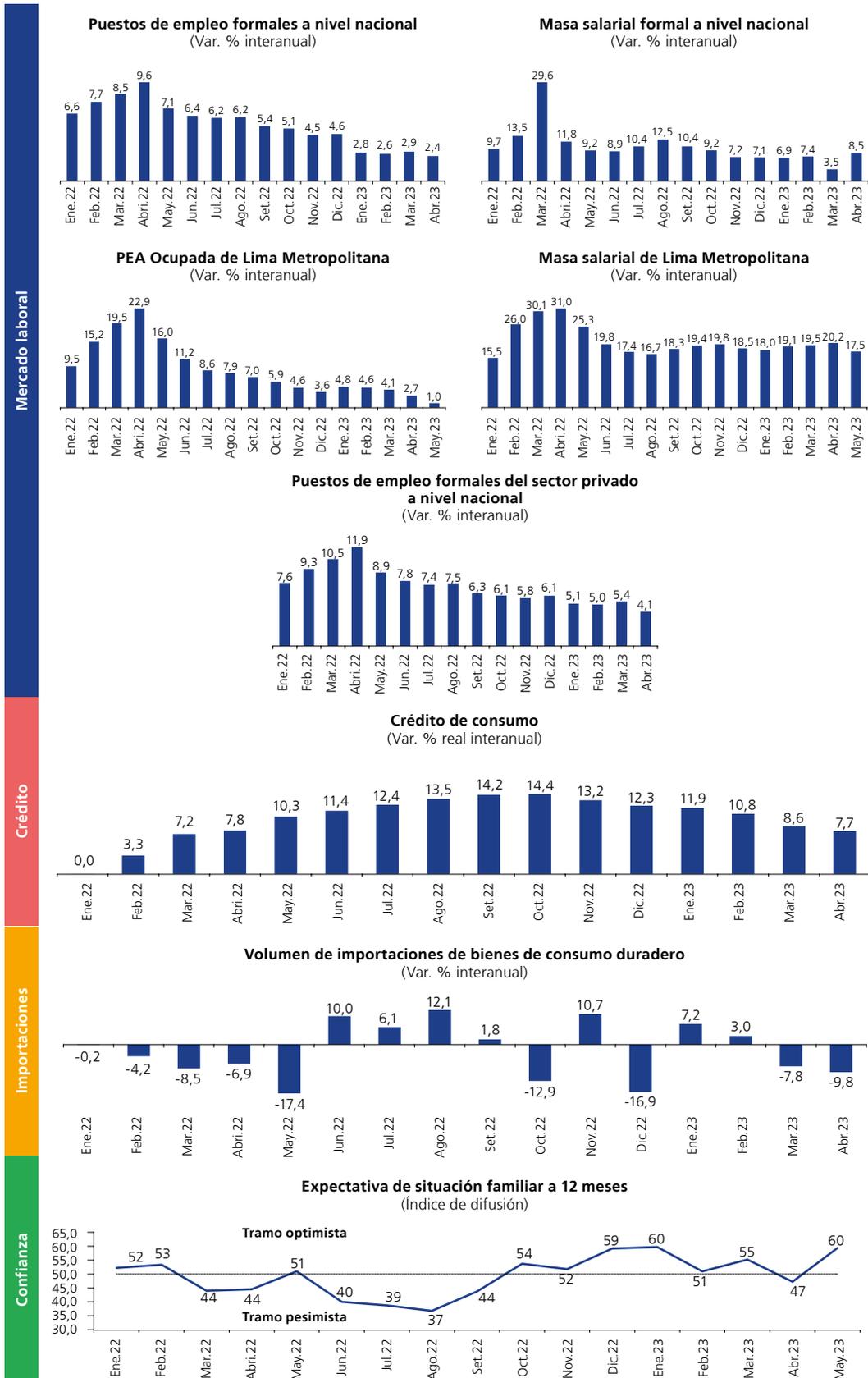
Fuente: BCRP.

38. Los indicadores relacionados al **consumo privado**, en su mayoría, muestran una desaceleración en los últimos meses: en el mercado laboral, los puestos de trabajo a nivel nacional del sector formal y la masa salarial continuaron aumentando respecto a 2022, aunque a un ritmo menor. En Lima Metropolitana se observó un menor crecimiento de la población ocupada en mayo, no obstante, la masa salarial mantiene altas tasas de crecimiento, de acuerdo con la Encuesta Permanente de Empleo del INEI.

El crédito de consumo también mostró un menor dinamismo, principalmente en el uso de tarjetas de crédito. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero se contrajo en marzo y abril. Por su parte, la confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar futura, se recuperó en mayo por la mejora en su capacidad adquisitiva –por los mayores salarios y la ligera moderación en la inflación– aunque todavía es menor a los niveles prepandemia.

Gráfico 36

INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO

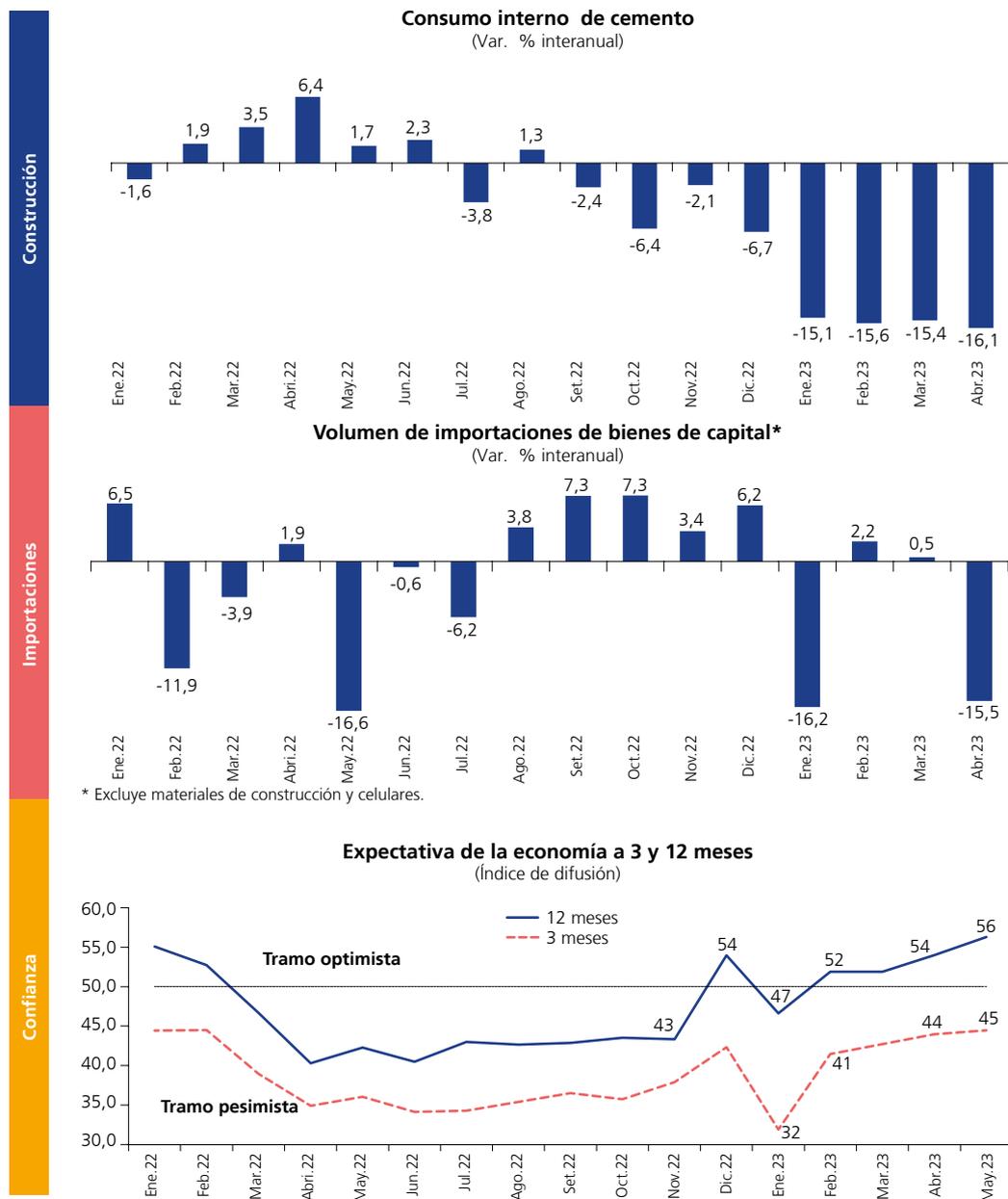


Fuente: BCRP, INEI, SUNAT y Apoyo Consultoría.



39. Los indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la **inversión privada** continúan presentando una evolución desfavorable. El consumo interno de cemento se contrajo en los cuatro primeros meses del año por el menor dinamismo de obras privadas y autoconstrucción, el bloqueo de carreteras y el lento avance de la inversión pública. El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, registró un débil crecimiento en marzo y se contrajo en abril. Por su parte, las expectativas de la economía a 3 y 12 meses disminuyeron considerablemente en enero y se recuperaron en los meses siguientes, no obstante, las expectativas de la economía a 3 meses aún se encuentran en el tramo pesimista.

Gráfico 37
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: BCRP, SUNAT y empresas cementeras.

40. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de mayo muestra que los agentes proyectan un crecimiento entre 1,9 y 2,3 por ciento para el presente año, y un rango entre 2,5 y 3,0 por ciento para 2024.

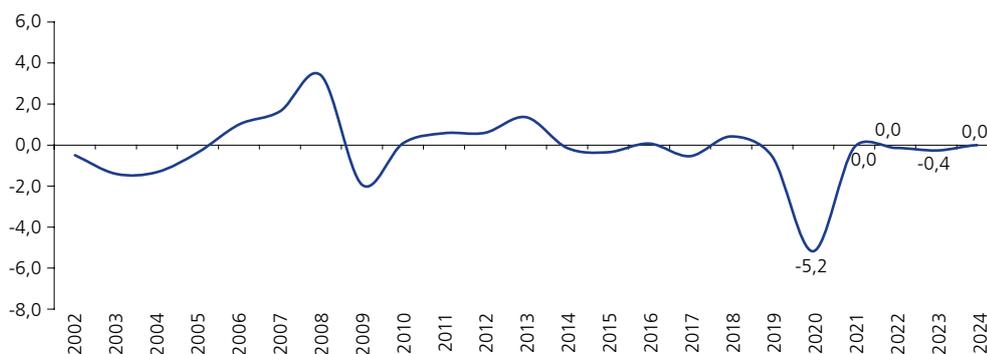
Cuadro 16
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	RI Dic.22	RI Mar.23	RI Jun.23*
Sistema Financiero			
2023	2,3	2,2	1,9
2024	2,7	2,7	2,5
Analistas Económicos			
2023	2,3	2,0	1,9
2024	2,5	2,6	2,7
Empresas No Financieras			
2023	3,0	2,6	2,3
2024	3,0	3,0	3,0

* Encuesta realizada al 31 de mayo.
Fuente: BCRP.

41. La **brecha del producto**, calculada como la diferencia entre el PBI y el PBI potencial, se estima en -0,4 por ciento para 2023. 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.

Gráfico 38
BRECHA DE PRODUCTO
(Porcentaje del PBI potencial)



Fuente: BCRP.

42. El **consumo privado** del primer trimestre de 2023 creció 0,7 por ciento por el avance del mercado laboral, no obstante, la baja confianza del consumidor –debido a la incertidumbre política– y el efecto de la inflación sobre los gastos atenuaron dicho impulso.

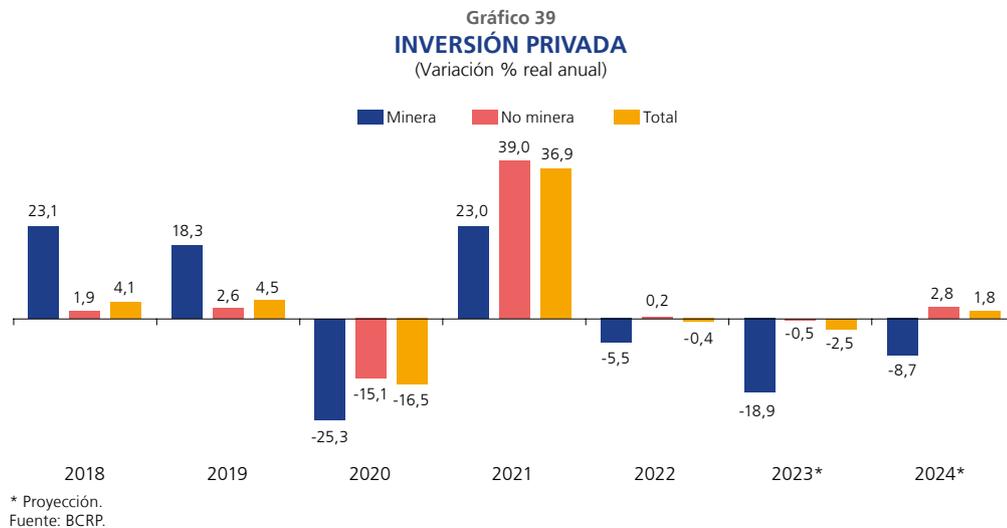


Para 2023 se espera que el consumo privado disminuya su dinamismo una vez se hayan agotado las fuentes de ahorro disponibles durante 2022. No obstante, se espera que el consumo se recupere a partir del tercer trimestre de 2023, una vez disipado el impacto de las protestas sociales. Respecto a lo previsto en el Reporte previo se reduce la proyección del consumo privado de 2,8 a 2,6 por ciento debido al menor nivel de ingresos reales. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento de 3,0 por ciento.

43. La **inversión privada** del primer trimestre se contrajo 12,0 por ciento en el primer trimestre de 2023, resultado que se explica por paralizaciones y menor confianza empresarial como consecuencia de los conflictos sociales, asimismo, influyó la ausencia de nuevos megaproyectos mineros.

Se espera que la inversión privada retroceda 2,5 por ciento en 2023, en un escenario de recuperación lenta de la confianza empresarial, lo que tendría un impacto negativo en las decisiones de nuevos proyectos de inversión. En 2024 se espera que la inversión se recupere (1,8 por ciento), principalmente por los desembolsos contemplados en sectores no mineros, una vez se hayan disipado las tensiones sociopolíticas.

Respecto al Reporte de marzo, se reduce la proyección de crecimiento de la inversión para 2023 de -0,5 a -2,5 por ciento, debido a una recuperación más lenta de la proyectada de la confianza empresarial y un menor nivel de ejecución de la inversión minera en lo que va del año. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento en 1,8 por ciento.



- a. En el **sector minero**, las inversiones en 2022 totalizaron US\$ 5 364 millones, principalmente de las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 067 millones), Antamina (US\$ 459 millones) y Yanacocha (US\$ 422 millones). La proyección para el periodo 2023-2024 considera la culminación de la construcción de los proyectos

Quellaveco (US\$ 5,5 mil millones de inversión total) en 2023. Además, se espera el inicio de la fase de construcción de San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) en 2023. Para 2024, se considera el comienzo de la fase de construcción del proyecto Reposición Antamina (US\$ 2 mil millones).

- b. Respecto a los **sectores no mineros**, continúa el avance en la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez. La segunda pista de aterrizaje y la nueva torre de control entrarían en operación el presente año. Por su parte, la construcción del nuevo terminal de pasajeros se encuentra en su etapa inicial, con plazo de entrega para 2025.

En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, en noviembre de 2022 el concesionario llegó a un acuerdo con el Gobierno para ampliar la capacidad de movilización de la carga y mejorar el diseño de las siguientes fases, lo cual se espera que aumente el monto de la inversión de US\$ 895 millones a US\$ 1 208 millones. Por otro lado, DP World señala que el proyecto de aumentar la capacidad operativa del Muelle Bicentenario inició las obras de construcción en setiembre de 2021 y a mayo de 2023 registra un avance acumulado de 60 por ciento. La empresa estima que las obras culminarán en el segundo trimestre de 2024.

Cuadro 17
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2023-2024

SECTOR	EMPRESA/CONSORCIO	PROYECTO
MINERÍA	Yanacocha	Planta de sulfuros
	Antamina	Reposición Antamina
	Chinalco	Ampliación Toromocho
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Perú	Distribución de gas natural
ELECTRICIDAD	Huallaga Hydro	Planta Hidroeléctrica Huallaga I
	ISA Perú	Enlace 500 kV Mantaro - Carapongo
	Luz del Sur	Planta Hidroeléctrica Santa Teresa II
	Hydro Global Perú	Planta Hidroeléctrica San Gabán III
INDUSTRIA	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
INFRAESTRUCTURA DE TRANSPORTE	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Cosco Shipping Ports Chancay	Terminal Portuario de Chancay I
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario San Nicolás (Marcona)
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte del Callao
	DP World Callao	Ampliación Muelle Sur del Callao

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





- c. Para el período 2023-2024, **Proinversión** reporta una cartera de US\$ 9,1 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar a febrero de 2023.

Cuadro 18
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2023-2024+
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	9 100
Anillo Vial Periférico - Lima y Callao	2 380
Longitudinal de la sierra tramo 4	929
Parque Industrial de Ancón	762
Enlace 500 kV Huánuco –Tocache – Celendín – Trujillo y Enlace 500 kV Celendín – Piura	611
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Nuevo Terminal Portuario San Juan de Marcona	410
Essalud Piura y Áncash	323
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	267
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	263
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	255
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	217
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Enlace 220 kV Belaúnde Terry – Tarapoto Norte	164
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	140
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Piura Nueva – Colán	139
Enlace 220 kV Ica – Poroma e Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Cáclic – Jaén Norte	132
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Hospital Militar Central	115
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	91
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales de Puerto Maldonado	88
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chinchá	73
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	68
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	59
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Cajamarca	58
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	46
Reforzamiento de Colegios de Cusco	44
Enlace Reque Nueva Carhuaquero y Subestación Tumbes	38
Desaladora Ilo	37
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	24
Otros	16

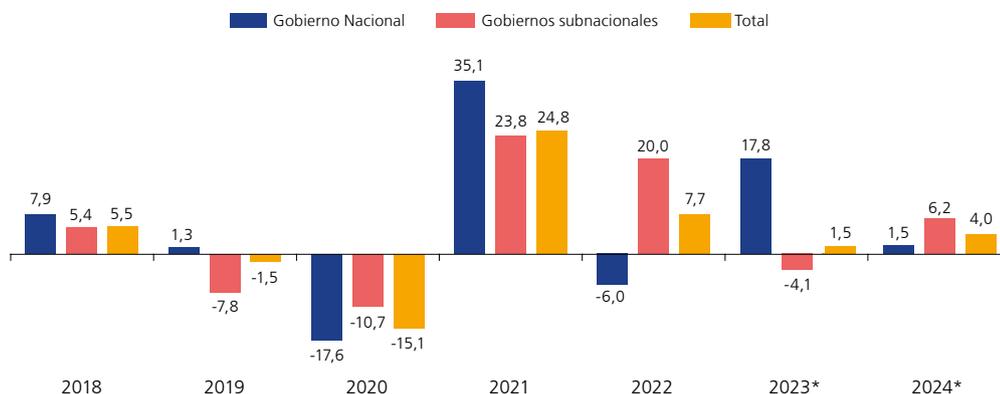
Fuente: Proinversión

44. La **inversión pública** se redujo 1,0 por ciento interanual en el primer trimestre de 2023 por los menores desembolsos por parte de gobiernos subnacionales, efecto que fue reforzado por la paralización en algunas regiones por los conflictos sociales. El Gobierno Nacional incrementó su gasto en inversión, impulsado principalmente por los proyectos de Reconstrucción.

Se proyecta que en 2023 la inversión pública registre un crecimiento de 1,5 por ciento, tasa mayor a la prevista en marzo (1,0 por ciento). Esta proyección continúa asumiendo que el crecimiento de la inversión del Gobierno Nacional será mayor a la caída de la inversión de los gobiernos subnacionales que usualmente se observa al año siguiente de elecciones municipales y regionales. El escenario base actual incorpora el efecto positivo de la segunda parte del programa Con Punche Perú y el mayor avance de la inversión en

lo que va del año. Para 2024 se mantiene la proyección para la inversión pública en 4,0 por ciento.

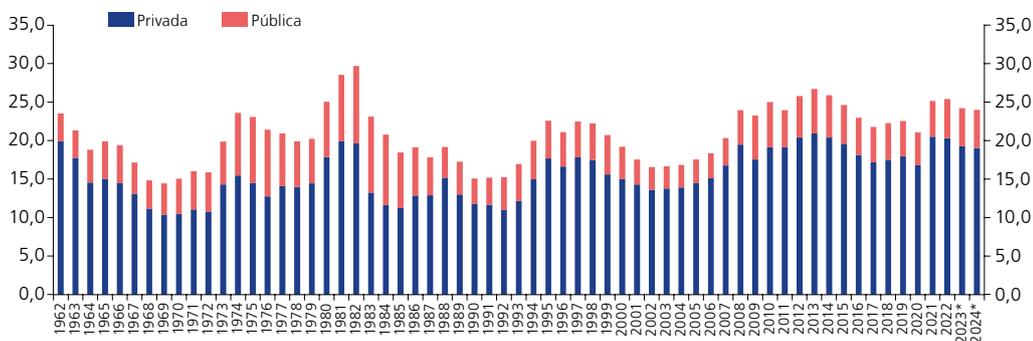
Gráfico 40
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación % real anual)



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

45. Se prevé que la **inversión bruta fija**, como porcentaje del PBI, se reduzca de 25,3 a 23,8 por ciento entre 2022 y 2023 por la caída de la inversión privada. Se espera una contracción adicional de este indicador en 2024, representando el 23,4 por ciento del producto en dicho año. Para que la inversión se recupere es necesario preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apunten a la productividad de la economía.

Gráfico 41
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2024
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

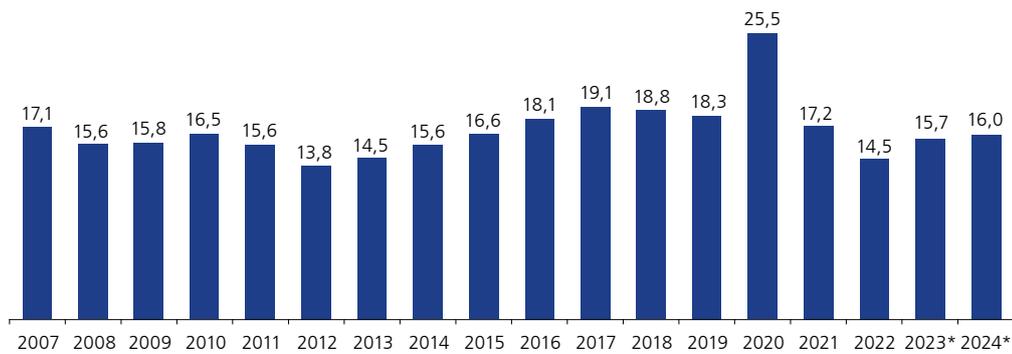
46. Se proyecta que el **ahorro interno** aumente de 17,9 por ciento del PBI en 2022 a 18,8 por ciento en 2023 por el incremento del ahorro privado en 1,2 puntos porcentuales del PBI, a su vez resultado de las mayores tasas de interés en la economía. Considerando



además la reducción de la inversión bruta interna, el requerimiento de financiamiento externo disminuiría de 4,0 a 1,9 por ciento del PBI para el presente año.

La revisión a la baja en la proyección del ahorro privado de 2023 se atribuye al menor crecimiento de los ingresos respecto al aumento del consumo. Esto involucra un menor ahorro interno, lo que incidirá en un aumento del requerimiento de financiamiento del exterior respecto al Reporte previo.

Gráfico 42
AHORRO PRIVADO: 2007-2024
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Cuadro 19
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Acumulado últimos 4 trimestres, % del PBI nominal)

	2022	2023*		2024*		
		I Trim.	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
1. Inversión Bruta Interna 1/	22,0	21,6	21,2	20,7	21,1	20,5
2. Ahorro Interno	17,9	18,7	19,8	18,8	20,3	19,3
<u>Brecha Externa (=2-1)</u>	<u>-4,0</u>	<u>-2,9</u>	<u>-1,4</u>	<u>-1,9</u>	<u>-0,8</u>	<u>-1,3</u>
1.1 Inversión Bruta Interna Privada 1/	16,9	16,6	16,3	15,7	16,2	15,5
1.2 Ahorro Privado	14,5	15,8	16,5	15,7	16,9	16,0
<u>Brecha Privada (=1.2-1.1)</u>	<u>-2,3</u>	<u>-0,8</u>	<u>0,2</u>	<u>0,0</u>	<u>0,7</u>	<u>0,5</u>
2.1 Inversión Pública	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0
2.2 Ahorro Público	3,4	3,0	3,3	3,1	3,4	3,2
<u>Brecha Pública (=2.2-2.1)</u>	<u>-1,7</u>	<u>-2,1</u>	<u>-1,6</u>	<u>-1,9</u>	<u>-1,5</u>	<u>-1,8</u>

RI: Reporte de Inflación
*Proyección.
1/ Incluye variación de inventarios.
Fuente: BCRP

Recuadro 1

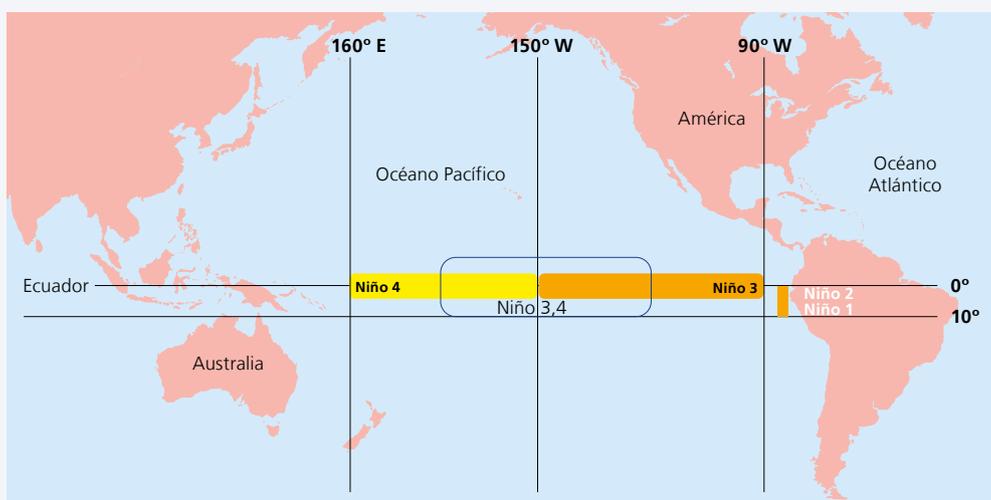
EL FENÓMENO EL NIÑO Y SU IMPACTO EN LA ECONOMÍA PERUANA

Existen diferencias entre lo que se conoce en Perú como Fenómeno El Niño (FEN) y lo que mundialmente se conoce como tal. Para recoger esta diferencia, han surgido los términos de “El Niño Costero” y “El Niño global”. Aunque ambos son eventos océano-atmosféricos que implican un calentamiento de la temperatura superficial del mar, difieren en la distribución de las anomalías climáticas en el Pacífico ecuatorial, por lo que no tienen las mismas consecuencias para todos los países.

El Niño Costero, o Niño del Pacífico Oriental, es el que afecta la costa norte de Perú y se caracteriza por lluvias e inundaciones en esta región. Técnicamente, implica un calentamiento de la temperatura superficial del mar en la región Niño 1+2, que se encuentra frente a la costa norte del país. Es un evento caracterizado por un debilitamiento de los vientos alisios en el Pacífico Ecuatorial, que produce un ingreso de aguas cálidas desde el Pacífico Occidental, conocidas como ondas Kelvin cálidas², que desplazan a la corriente de agua fría que caracteriza al mar peruano e incrementan la temperatura superficial del mar (SENAMHI 2014³).

Por su parte, El Niño global, también conocido como El Niño-Oscilación del Sur (ENSO), implica un calentamiento de la temperatura superficial del mar en la región Niño 3.4, en el Pacífico Central. Este evento podría no tener influencia sobre las lluvias que se registran en el Perú, como sucedió en 2015-2016, cuando ocurrió un Niño global que no trajo consigo inundaciones extraordinarias en la costa peruana. Este evento es el que tiene más atención de la comunidad científica, porque sus impactos son a nivel global.

REGIONES EL NIÑO



Fuente: MINAM.

En ocasiones, ambos eventos pueden coincidir, como en los años 1982-1983 y 1997-1998, cuando confluyeron tanto El Niño Costero como el global. Estos eventos trajeron consigo fuertes lluvias e

2 Las ondas Kelvin cálidas son masas de agua subsuperficiales formadas en el Pacífico Ecuatorial, que se propagan de oeste a este a lo largo de la línea ecuatorial y con una velocidad promedio de 2,5 m/s (Mosquera 2014).

3 Senamhi. (2014). *El Fenómeno El Niño en el Perú*.





inundaciones en la costa norte del país. De hecho, ambos eventos fueron extraordinarios tanto por su intensidad como por su patrón de calentamiento y mecanismos físicos (Takahashi, 2017⁴).

Probabilidades de ocurrencia de El Niño 2023-2024

En la actualidad nos encontramos ante la ocurrencia de El Niño Costero que, según el último comunicado⁵ de la Comisión Multisectorial Encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), lo más probable es que se extienda hasta el verano. Por lo tanto, es probable que en el verano 2024 coincidan tanto El Niño Costero como el global⁶.

PROBABILIDADES DE OCURENCIA DEL FENÓMENO EL NIÑO

Fecha	Estado	Condiciones El Niño costero	Probabilidades de FEN en verano 2024
13 de enero	No activo	Neutras hasta otoño. No se descarta calentamiento en marzo.	-
16 de febrero	No activo	Débil entre febrero y abril de 2023. No se configura un Niño Costero.	-
1 de marzo	Vigilancia El Niño Costero	Débil hasta mediados del otoño. Arribo de Ondas Kelvin Calidas (OKC) entre marzo y mayo.	-
16 de marzo	Alerta El Niño Costero	Débil entre marzo y julio.	-
30 de marzo	Alerta El Niño Costero	Débil al menos hasta julio. Condiciones El Niño en desarrollo.	-
13 de abril	Alerta El Niño Costero	Moderada hasta invierno. No se descarta magnitud fuerte en abril.	-
28 de abril	Alerta El Niño Costero	Moderada hasta invierno. No se descarta magnitud fuerte en mayo.	Magnitud más probable: Débil 3.4: 65% 1+2: 67%
11 de mayo	Alerta El Niño Costero	Entre fuerte y moderada hasta inicios de primavera. Máximas anomalías de la temperatura del mar en otoño.	Magnitud más probable: Débil 3.4: 68% 1+2: 66%
31 de mayo	Alerta El Niño Costero	Entre fuerte y moderada para el otoño. Moderada para el invierno y primavera. Conjunción del Niño Costero y Global en el verano 2024 podría traer lluvias de moderadas a fuertes en costa y sierra norte.	Magnitud más probable: Débil 3.4: 82% 1+2: 77% Respecto al comunicado anterior, aumentan las probabilidades de que el evento alcance una magnitud moderada en ambas zonas.

Fuente: ENFEN.

Potenciales impactos sobre la economía

Desde un punto de vista económico, este tipo de eventos climatológicos afecta la producción de bienes y servicios, lo que reduce el Producto Bruto Interno (PBI). Además, destruye el stock de capital de la economía, lo que afecta una sola vez el nivel del PBI potencial.

Los impactos dependerán tanto de las características particulares de cada evento El Niño⁷ como de las condiciones que enfrenta cada sector y la economía en general en ese momento, que podrían

4 K. Takahashi (2017). *El Niño: Global vs Costero*. Boletín Técnico - Vol.4 N° 4. Abril del 2017. Instituto Geofísico del Perú.

5 ENFEN (2023). *COMUNICADO OFICIAL ENFEN N°08-2023*.

6 Además del ENFEN, la NOAA estima probabilidades de ocurrencia de El Niño en el Pacífico Central. Por un lado, la NOAA toma el promedio de las proyecciones mensuales del índice ONI (Oceanic Niño Index) generadas independientemente por investigadores de la institución como valor central de una distribución histórica; mientras que el ENFEN usa el criterio experto de forma colegiada.

7 Es importante resaltar que cada evento El Niño es único, pues no existe un patrón de referencia para el pronóstico. ENFEN (2015). *Pronóstico probabilístico de la magnitud de El Niño Costero en el verano 2015-2016*. NOTA TÉCNICA ENFEN N° 02-2015.

generar un efecto amplificador. Por ejemplo, durante 1997-1998 además del Fenómeno El Niño, el país enfrentó los embates de la crisis asiática y la crisis rusa.

En forma general, es posible identificar cuáles serían los impactos, positivos y negativos, en cada sector de la economía, asumiendo un evento con temperaturas cálidas que trae consigo mayores precipitaciones en la costa:

EFFECTOS DE EL NIÑO A NIVEL SECTORIAL

Agropecuario	<ul style="list-style-type: none"> - Afecta la floración de frutales (como limón y mango) por altas temperaturas. - Mayor presencia de plagas por altas temperaturas. - Pérdida de áreas de cultivos por desborde de ríos y presencia de huaicos. - Tropicalización de cultivos (se desarrolla el follaje en detrimento del fruto). - Menor producción avícola (de carne y huevos) por deshidratación. - Si se presenta sequías en el ande, disminuyen las siembras en dicha región. + Podría haber mayor producción de arroz, si no se presentan lluvias extremas. + Regeneración de bosques secos en la costa norte.
Pesca	<ul style="list-style-type: none"> - Menor disponibilidad de anchoveta por profundización vertical de la especie, desplazamiento al sur y menos alimento (fitoplacton). Asimismo, alteraciones en su ciclo reproductivo. + Abundancia de otras especies como pota, jurel y caballa.
Manufactura primaria	<ul style="list-style-type: none"> - Menor producción de harina y aceite de pescado, asociado a menor actividad pesquera.
Minería	<ul style="list-style-type: none"> - Pérdida de conectividad por cierre de carreteras y vías férreas, lo que impide transporte de insumos y producción final. - Problemas para realizar el proceso de extracción del mineral por lluvias y neblina.
Manufactura no primaria	<ul style="list-style-type: none"> - Cierre de vías ralentiza producción, al impedir traslado de insumos. - Daños a las fábricas y paralizaciones. - Menor demanda de productos, salvo aquellos cuya demanda se beneficia del calor (jabones, desodorantes, agua, gaseosas, etc.).
Construcción	El efecto neto en el año podría incluso ser nulo, ya que en los meses de lluvias se reduce la autoconstrucción y la inversión pública, pero luego existe efecto rebote en la reconstrucción.
Transporte y comercio	<ul style="list-style-type: none"> - Limitación del transporte de carga e interprovincial por daños en carreteras, lo que dificulta el comercio.

Fuente: BCRP y SENAMHI (SENAMHI (2014). *El Fenómeno El Niño en el Perú*).

Impactos registrados de El Niño

Cada evento El Niño es diferente, lo cual se observa en los impactos sobre agricultura y pesca que han tenido distintos eventos el niño como: (i) El Niño Costero y global de 1997-1998; (ii) el Niño global de 2015-2016 o (iii) el Niño Costero actual (2023).

Sector agropecuario

En **1997 y 1998** el sector agropecuario creció 4,4 y 0,1 por ciento, respectivamente. El crecimiento de 1997 se logró tanto por la mayor producción agrícola para los mercados interno (papa, arroz, limón y tomate) y externo (uva, aceituna, mangos); la agroindustria (caña de azúcar); y el sector pecuario (carne de ave y huevos). En 1998, el sector se desaceleró por la caída de la producción de estos mismos productos, procedentes de la región costa e impactados por las anomalías térmicas y pluviales que caracterizan al Fenómeno El Niño. El impacto es vía menores rendimientos de los frutales (limón y aceituna) por reducción de la floración; de la caña de azúcar, por tropicalización; del tomate, por mayor presencia de plagas; y de la papa en la costa, por altas temperaturas adversas al cultivo. Por su lado, la producción de arroz se redujo por mejores condiciones en el año previo (agua, temperatura y de apoyo a la campaña complementaria).





Durante el Niño global de **2015-2016**, el sector creció 3,5 y 2,7 por ciento, respectivamente. La menor actividad en 2016 estuvo relacionada con el déficit hídrico, que redujo la producción procedente del ande (papa y el maíz amiláceo) y de la costa norte (arroz y el limón). Esta característica es contraria a las anomalías de precipitación que caracterizan a un evento El Niño Costero. Por otro lado, no ocurrieron elevadas anomalías térmicas ambientales ni prolongadas, por lo que los frutales, como el mango y la aceituna, registraron buenas cosechas.

En **marzo de 2023** ocurrió la presencia de un súbito e intenso Niño Costero y el inusual ciclón Yaku. Ambos eventos mejoraron el panorama de sequía, que dejó un saldo de menor actividad del sector de 0,2 por ciento (menor producción de papa, maíz, arveja y haba entre otros). Sin embargo, la abundancia de lluvias fue tan intensa que impactó las actividades agrícolas (interrupción de cosechas, postergación de siembras y afectación de áreas de cultivos). Los resultados de dichas lluvias se observarán hasta el primer semestre del año, período que también estará marcado por baja actividad avícola por recuperación de la gripe aviar ocurrida a fines del año anterior.

La ocurrencia de un Niño global en el cuarto trimestre de 2023 tendría impactos en el próximo año, los cuales estarían atenuados por menores precios de fertilizantes, una recuperación del sector avícola (por campaña de vacunación contra la gripe aviar) y precios favorables en chacra para productos para el mercado interno (tubérculos y hortalizas), que han presentado menor oferta este año.

Pesca

En los años **1997-1998** el sector pesca experimentó una contracción de 0,3 y 9,7 por ciento, respectivamente. Una característica relevante de este evento es que fue el más prolongado y uno de los más intensos registrados (Peña, 2019⁸). Ello se reflejó en una abrupta disminución de la biomasa del recurso para la llegada de 1998. En particular, este evento se hizo notorio a partir del segundo trimestre de 1997 en la zona Niño 1+2.

A pesar de ello, los desembarques de anchoveta no se vieron gravemente afectados en 1997 (los años previos se caracterizaron por anomalías negativas en la temperatura superficial del mar). Sin embargo, la mayor intensidad del evento coincidió con el periodo principal de reproducción del recurso (agosto-setiembre) y presentó una magnitud fuerte durante el segundo periodo de mayor actividad reproductiva (febrero-marzo). En este sentido, para 1998, la biomasa estimada se redujo considerablemente.

En **2015 y 2016**, el sector creció 15,9 y se redujo 10,1 por ciento, respectivamente. El resultado de 2015 estuvo particularmente influenciado por un efecto base, dado El Niño Costero y la ausencia de la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro el año previo. Para el año referido, los desembarques se situaron en 3,8 millones de TM, superior a los 2,3 millones de TM de 2014. En 2016, dada la reducida biomasa, se atrasó la primera temporada. Esta comenzó la última semana de junio, con una cuota de 1,8 millones de TM (de las cuales se capturaron sólo la mitad). Para el segundo semestre del año, el stock mostró una rápida recuperación ante la normalización de las temperaturas marítimas, estimándose en 7,3 millones de TM. Así, en 2016 se registraron desembarques por 2,9 millones de TM.

En **marzo de 2023**, ante la presencia de un súbito e intenso Niño Costero, el stock de anchoveta de la zona norte-centro comenzó un proceso de repliegue a la costa, profundización y desplazamiento al sur. Asimismo, hasta abril se encontró una estructura poblacional conformada principalmente por

8 Peña (2019). *Eventos El Niño y su impacto en la pesquería de anchoveta en el Perú*.

ejemplares juveniles y una reducida biomasa, lo que motivó el mantenimiento de la veda en mayo y junio. Por lo que, así se autorice el inicio de la primera temporada de pesca, el menor tiempo disponible para la extracción del recurso implicaría un menor crecimiento del sector. Finalmente, un Niño global en el cuarto trimestre de 2023 –que potencialmente se extendería hasta el verano de 2024– generaría una menor actividad reproductiva del recurso, reduciendo la biomasa para el próximo año.

Consideraciones finales

Como se puede inferir, el impacto final de un evento El Niño en 2024 dependerá principalmente de: (i) las condiciones particulares que enfrente cada sector en ese momento; y (ii) la confluencia o no de un Niño Costero y global en el verano 2024 y las precipitaciones o sequías que ello desencadene en las distintas regiones del país.

De todas formas, tendremos una mejor predictibilidad de estos eventos y sus magnitudes luego del otoño, cuando se supere la barrera de predictibilidad, pues los pronósticos se vuelven más confiables a partir de junio.



Recuadro 2**CRECIMIENTO, PRECIOS Y POBREZA MONETARIA EN EL PERÚ: 2004-2022**

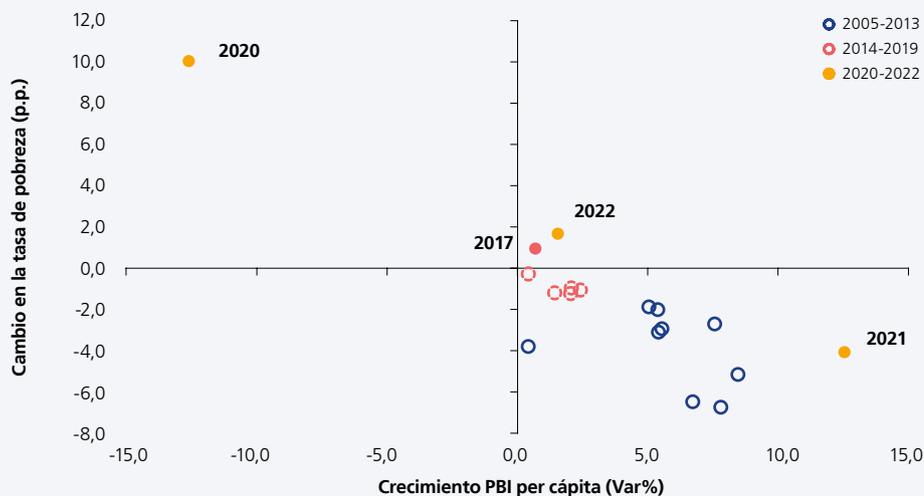
El crecimiento económico es uno de los motores más importantes para aliviar la pobreza, considerando los efectos que este tiene sobre la expansión del ingreso medio de las familias vulnerables, el aumento del espacio fiscal para políticas sociales, y el cierre de las brechas en accesos a bienes y servicios básicos.⁹ Por otro lado, la inflación encarece la canasta básica y reduce la capacidad de compra real de los hogares, lo cual tendería a elevar la tasa de pobreza monetaria. En este Recuadro se examina la relación entre crecimiento, precios y pobreza monetaria para el periodo 2004-2022.

Evolución de la pobreza

La tasa de pobreza pasó de 58,7 por ciento en 2004 a 27,5 por ciento en 2022. Sin embargo, se pueden distinguir tres periodos diferenciados. Entre 2004 y 2013, el PBI per cápita creció a una tasa promedio anual de 5,8 por ciento, y la tasa de pobreza se redujo a un ritmo promedio de 3,9 puntos porcentuales cada año. En cambio, entre 2013 y 2019, el PBI per cápita subió a un ritmo de 1,5 por ciento anual, con una caída promedio de la tasa de pobreza de solo 0,6 puntos porcentuales por año. Con la pandemia, la pobreza volvió a aumentar, y en 2020 registró el salto más alto de las últimas dos décadas (9,9 puntos porcentuales), coincidente con una contracción de 12,3 por ciento en el PBI per cápita. La recuperación económica de 2021 y 2022 ha llevado a una reversión parcial de este fenómeno, aunque la tasa de pobreza de 2022 aún se encuentra 7,3 puntos porcentuales por encima de la de 2019 y es cercana a la de 2011.

CRECIMIENTO DEL PBI PER CÁPITA Y CAMBIO EN LA TASA DE POBREZA MONETARIA ANUAL

(En porcentajes y puntos porcentuales, respectivamente)



Nota: Cada punto representa la variación anual del PBI per cápita y de la tasa de pobreza. Dado que solo se tienen datos de la pobreza monetaria desde 2004, las variaciones anuales que se muestran se calculan a partir de 2005.
Fuente: INEI y BCRP.

Por lo general, en los años en los cuales el PBI per cápita crece, la tasa de pobreza se reduce. Sin embargo, en los años 2017 y 2022, si bien se observó un avance del PBI per cápita, la tasa de pobreza

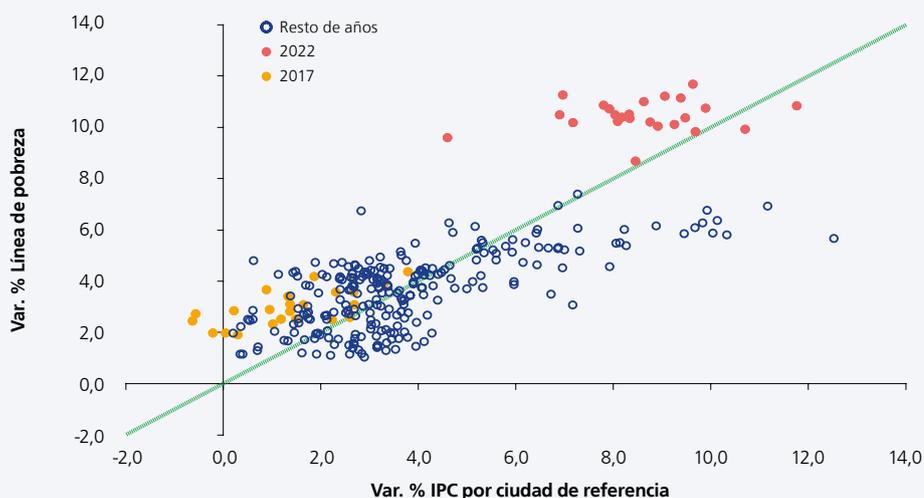
9 Para una revisión detallada de los vínculos entre crecimiento y pobreza, revisar: Cerra, V.; Lama, R.; y Loayza, N. "Links Between Growth, Inequality, and Poverty". En Cerra, V. et al (2021) "How to achieve inclusive growth. Oxford University Press"

aumentó. Ambos años coinciden en ser periodos donde hubo un fuerte aumento en los precios de los alimentos (choque de oferta interno por el Fenómeno El Niño Costero de 2017 y choque de inflación global en 2022). La inflación eleva el costo de vida y se traduce en un incremento del nivel de gasto por debajo del cual una familia califica como pobre, es decir, en la línea de pobreza monetaria. Esta línea de pobreza mide el costo de compra de una canasta muy básica de consumo (con un componente alimentario, cuyo valor se actualiza en función de los precios que enfrenta una población de referencia¹⁰, y otro no alimentario, cuyo valor se actualiza siguiendo los IPC por departamento).

En particular, en 2022, las líneas de pobreza monetaria por departamento mostraron el aumento anual más pronunciado desde que se tiene registro, y esta subida se situó incluso por encima de la tasa de inflación registrada en el mismo año¹¹ (la línea de pobreza promedio subió en 9,7 por ciento, frente a una inflación nacional de 8,6 por ciento).

LÍNEAS DE POBREZA E IPC POR DEPARTAMENTO, 2011-2022

(En puntos porcentuales)



Fuente: INEI.

Cabe señalar que las familias de menores recursos son las más afectadas por cambios en los precios de los alimentos, debido a la mayor fracción de su gasto que se destina al consumo de alimentos. En 2022, mientras un hogar del quintil inferior de gasto destinaba la mitad del valor de su consumo al rubro alimenticio, los hogares en el quintil superior destinaban solo un tercio.

Descomposición de la tasa de pobreza en crecimiento, distribución y precios

En esta sección se presenta una estimación para descomponer la variación de la tasa de pobreza en términos de las contribuciones del crecimiento económico y el aumento de precios, utilizando una

10 La población de referencia es aquella que, previo a la estimación de pobreza, se considera debería estar cerca a la situación de pobreza. En 2022, esto involucraba a la población entre el 10 y 40 por ciento de la distribución de gasto.

11 Por ejemplo, en 2022, la inflación de alimentos y bebidas no alcohólicas en Lima Metropolitana fue 15,2 por ciento, por encima de la inflación total (8,5 por ciento). Bienes como la papa y azúcar, que pesan 11 por ciento en conjunto en la canasta alimenticia que sirve para medir la línea de pobreza, vieron sus precios aumentar en 94 y 33 por ciento.

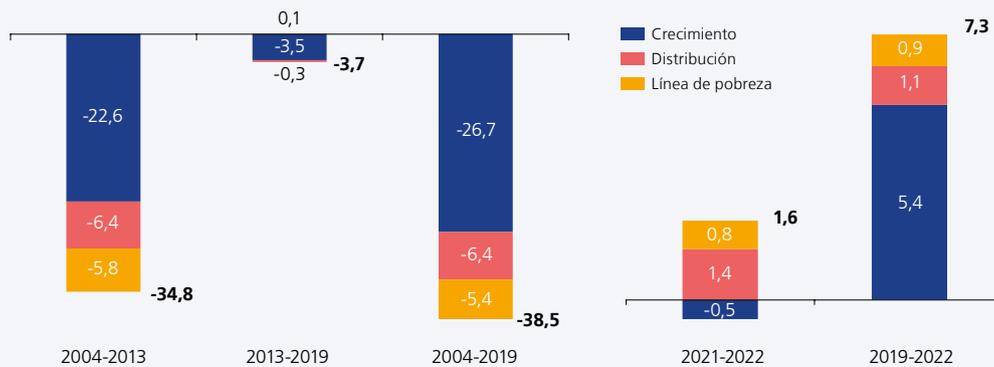


variación del método de Kolenikov y Shorrocks (2003)¹². El método expresa la función de distribución acumulada del gasto per cápita en términos del gasto promedio, una medida de distribución del gasto entre familias, y el valor de la línea de pobreza. Cabe indicar que este es un ejercicio de análisis que no separa el efecto de políticas específicas sobre la tasa de pobreza.

La variación de esta metodología está en expresar tanto el gasto per cápita como la línea de pobreza en términos reales (deflactados). De esta forma, el incremento de la línea de pobreza contribuirá a una mayor tasa de pobreza solo cuando esta crezca por encima del deflactor del gasto. Es decir, se tendrá más población pobre cuando la canasta básica de consumo (asociada a la línea de pobreza) se encarezca más rápido que los precios en agregado de la economía.

Los resultados muestran que el componente de crecimiento económico (variación del gasto per cápita promedio) es el principal factor que explica la reducción de pobreza entre 2004 y 2019, con una contribución de 26,7 puntos porcentuales (69 por ciento del cambio en la tasa de pobreza en esos años). No obstante, el efecto del crecimiento sobre la reducción de la pobreza se debilita cuando se compara el periodo 2004-2013 frente a los siguientes años. Entre 2004 y 2019, el componente de distribución también ayudó en la reducción de la pobreza, aunque en menor medida, lo que sugiere que la distribución del gasto se volvió más equitativa a medida que el gasto medio creció.

**DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO EN LA TASA DE POBREZA:
CRECIMIENTO, DISTRIBUCIÓN E INFLACIÓN**
(En puntos porcentuales)



Fuente: INEI.

Dado que el gasto medio real de los hogares en 2022 se encuentra aún por debajo del nivel de 2019 (9,2 por ciento en promedio), el efecto del crecimiento es hacia una mayor tasa de pobreza en el periodo 2019-2022. A dicho efecto se sumó el componente de distribución, que también contribuyó a la subida de la pobreza. Esto se relaciona con que, entre 2021 y 2022, los deciles inferiores sufrieron una contracción de su gasto per cápita (-2,9 por ciento en el decil inferior de gasto), frente a una expansión en los deciles superiores (2,2 por ciento en el decil superior). Sin embargo, también se da una subida por efecto del mayor costo de la canasta básica de consumo, relacionado a que esta se encareció más rápido que el nivel de precios en agregado en la mayoría de los departamentos de Perú entre 2021 y 2022.

12 Kolenikov, S. y Shorrocks, A. (2003) A decomposition analysis of regional poverty in Russia. *WIDER discussion paper*.

Analizando el impacto del crecimiento de los ingresos sobre la pobreza

Conforme se vayan atenuando las presiones inflacionarias, el retorno gradual de la inflación al rango meta reducirá el efecto del componente costo de vida sobre la incidencia de la pobreza monetaria. Tras ello, cabe esperar una mayor importancia relativa del crecimiento económico. En particular, en la medida en que el crecimiento de la actividad económica conlleve a más fuentes de ingresos laborales y no laborales, la reducción de la pobreza podría ser más rápida.

El método de Azevedo et al (2012)¹³ permite relacionar la pobreza y las diferentes fuentes de ingresos, considerando además a los perceptores de ingresos en cada familia. Para ello, utiliza distribuciones contrafactuales para computar cómo habría sido la tasa de pobreza monetaria si hubiese variado solo una fuente de ingreso mientras el resto se mantenía constante. Esto requiere vincular al gasto per cápita con las fuentes de ingreso a través de la siguiente estructura contable:

$$g = b * y = b * \left[\frac{n_A}{n} \left(\frac{n_E}{n_A} \bar{y}_e^L + \bar{y}_A^{NL} \right) \right]$$

Donde b es el ratio promedio de gasto per cápita real sobre ingreso per cápita real, e y es el ingreso per cápita real. Por su parte, el ingreso per cápita es equivalente al ingreso no laboral recibido por los adultos del hogar más el ingreso laboral recibido por los adultos empleados del hogar. En este sentido, \bar{y}_A^{NL} es el ingreso no laboral real promedio de los adultos, \bar{y}_e^L es el ingreso laboral real promedio de los adultos empleados, (n_E/n_A) es el ratio de adultos empleados sobre adultos no empleados, y (n_A/n) es el ratio de adultos sobre el total de miembros del hogar. Para fines de este análisis, el ingreso no laboral promedio (\bar{y}_A^{NL}) se desagrega en la suma de las transferencias públicas y de otro ingreso no laboral.

Los resultados muestran que el ingreso laboral y los otros ingresos no laborales (rentas, alquileres, ingresos extraordinarios), junto al ratio de adultos empleados en el hogar, jugaron un rol importante en la reducción de la pobreza monetaria entre 2004 y 2019 (77 por ciento de la reducción de la pobreza), lo cual puede asociarse con el crecimiento económico, en forma consistente con la evidencia mostrada previamente. De forma similar, el mayor porcentaje de adultos en el hogar que perciben ingresos ayudó a disminuir la tasa de pobreza (19 por ciento de la reducción de la pobreza), lo que implica que hubo cierto aprovechamiento del bono demográfico entre los hogares más pobres.

DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO EN LA TASA DE POBREZA SEGÚN FUENTES DE INGRESO

(En puntos porcentuales)

	Prepandemia			Pandemia			
	2004-2013	2013-2019	2004-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2019-2022
Ratio gasto/ingreso promedio (b)	0,0	1,5	1,5	-2,7	4,4	0,2	1,8
Ratio de adultos (n_A/n)	-6,7	-0,8	-7,5	1,0	-0,4	0,0	0,9
Ratio de adultos empleados (n_E/n_A)	-4,0	0,5	-3,3	5,6	-3,4	-0,4	1,9
Ingreso laboral (\bar{y}_e^L)	-16,8	-2,5	-19,1	9,0	-5,2	-1,5	1,6
Ingreso no laboral (\bar{y}_A^{NL})							
- Transferencias públicas	-2,7	0,0	-2,7	-2,2	0,4	1,7	0,0
- Otro ingreso no laboral	-4,5	-2,4	-7,4	-0,8	0,0	1,7	1,1
Cambio total	-34,8	-3,7	-38,5	9,9	-4,3	1,6	7,3

Nota: Todos los ingresos y gastos están en términos reales. La suma de las contribuciones por subperiodos no necesariamente coincide con el cambio de la contribución para todo el periodo debido a que se utiliza un ratio de gasto sobre ingreso promedio diferente en el análisis.

13 Azevedo, J. P.; Sanfelice, V.; y Nguyen, M. C. (2012) "Shapley Decomposition by Components of a Welfare Aggregate," *MPRA Paper 85584*, University Library of Munich, Germany.





Sin embargo, entre 2019 y 2022 el ingreso laboral incidió hacia un aumento de la pobreza. Al respecto, en 2022, el quintil inferior de ingresos (20 por ciento de personas con menor ingreso per cápita total) en Perú aún mostraba un ingreso laboral per cápita real alrededor de 8,4 por ciento por debajo del nivel prepandemia, mientras que el penúltimo quintil mostraba un rezago de 11,2 por ciento.

Las transferencias monetarias públicas (que incluyen los programas sociales, así como los bonos del gobierno por la pandemia) lograron mantener a un grupo de hogares vulnerables fuera de la situación de pobreza entre 2019 y 2020: sin ellas, la tasa de pobreza hubiese sido 2,2 puntos porcentuales mayor entre esos años. Sin embargo, una vez cesadas las transferencias por la emergencia sanitaria ante el COVID-19, el efecto se disipó, tal que entre 2019 y 2022 la contribución fue igual a cero.¹⁴ A futuro, las transferencias podrían tener un rol de apoyo transitorio para la población en situación de vulnerabilidad, pero estas deberían ser focalizadas y acotadas para maximizar su eficiencia¹⁵, así como considerar su efecto sobre la sostenibilidad fiscal.

En general, para acelerar la reducción de la pobreza, incluso por debajo de sus niveles prepandemia, se requiere principalmente mantener una estabilidad macroeconómica propicia para una mayor inversión y generación de empleo, sobre todo trabajo de calidad que eleve los ingresos de los hogares más vulnerables.

14 Entre 2020 y 2022, la contribución fue de una subida de 2,1 puntos porcentuales en la pobreza por el retiro de los bonos del gobierno.

15 Por ejemplo, en el Bono Alimentario de 2022, solo 57 por ciento de las personas viviendo en un hogar que recibió el beneficio pertenecían a los dos quintiles inferiores de ingreso per cápita según la ENAHO. Algo similar sucedió con el Bono Yanapay en 2021, donde el porcentaje desciende a 46 por ciento. Esto implica que hubo recursos adicionales que pudieron haber sido direccionados hacia la población más vulnerable.

Recuadro 3 CONFIANZA EMPRESARIAL Y ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las actitudes optimistas o pesimistas sobre la economía de los agentes económicos son un determinante importante del ciclo económico. Ello responde a que estas actitudes inciden sobre sus decisiones respecto a la intensidad de uso de capital, de la demanda laboral y de la producción. Asimismo, la confianza de estos agentes influye también en sus propensiones a invertir o establecer nuevos planes de emprendimiento (Angeletos y Lian, 2022¹⁶).

En el Perú, el BCRP mide estos cambios de actitud a través de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas. En dicha encuesta se incluye un módulo de preguntas sobre confianza empresarial. A partir de esta información se construyen varios indicadores de confianza, los cuales reflejan la percepción subjetiva de los empresarios respecto de la economía, de su sector y de su empresa, en un horizonte de 3 y 12 meses, y cuyas series históricas se reportan desde abril de 2002 (ver BCRP 2011¹⁷).

Las propiedades dinámicas y el poder predictivo de este tipo de índices de confianza o sentimiento empresarial han sido estudiadas en la literatura académica y aplicada. Así, se estima que dichos indicadores pueden proporcionar señales tempranas de puntos de inflexión en la actividad económica (Bachmann y Sims, 2011, Dees 2018; Angeletos y otros 2018)¹⁸. En el Perú, en el Recuadro 1 del Reporte de Inflación de diciembre de 2016 (en adelante BCRP 2016) se documenta que los choques de confianza empresarial contribuyen de manera importante a la explicación del comportamiento del ciclo económico de la inversión y sus fluctuaciones a lo largo del tiempo¹⁹. Sánchez y Vassallo (2023) también muestran estimados consistentes de la importancia de la confianza empresarial para explicar las fluctuaciones de inversión.²⁰

16 Angeletos, George-Marios y Chen Lian, 2022. *Confidence and the Propagation of Demand Shocks*. Review of Economic Studies 89, 1085–1119

17 Los índices de difusión que el BCRP calcula están basados en la metodología de la OECD (*Business Tendency Surveys: A Handbook*) y se calcula como el porcentaje de quienes esperan una mejor situación (M) menos el porcentaje de quienes esperan una peor situación (P) más 1 y a dicho resultado se le multiplica por 50. Así se tiene un índice que está centrado en 50 lo que implica una posición neutral; si el porcentaje de respuestas favorables es mayor al de desfavorables el índice estará por encima de 50 señalando una situación positiva; y finalmente cuando el porcentaje de respuestas desfavorables es mayor, se tiene un índice por debajo de 50 lo que implica una situación negativa. Ver: BCRP, 2011. Metodología de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP. Notas de Estudios del BCRP No. 35 – 12 de julio de 2011.

18 Bachmann, R y Sims, E (2011). *News shocks and business cycles*. Journal of Monetary Economics 58(3), pp 273-289.

Dees, Stéphane 2017. *The role of confidence shocks in business cycles and their global dimension*. International Economics 151 48–65.

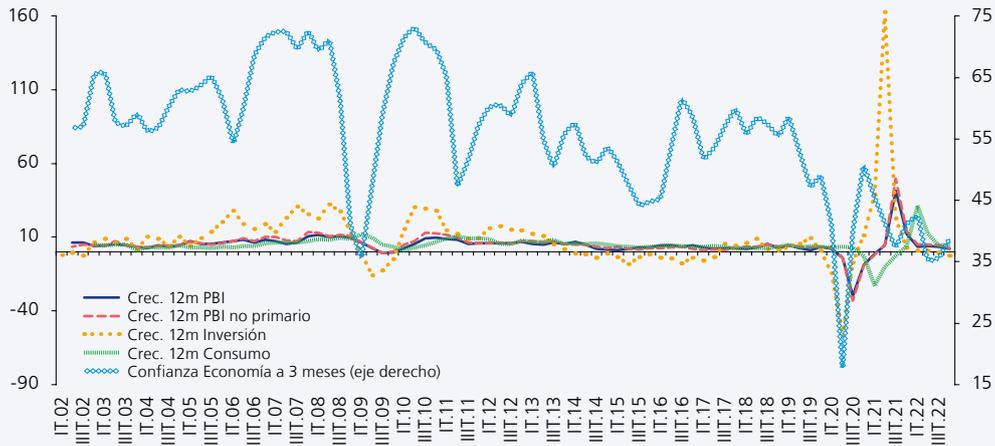
Angeletos, George-Marios, Fabrice Collard y Harris Dellas, 2018. *Quantifying Confidence*. Econometrica, Econometric Society, vol. 86(5).

19 Un choque de confianza empresarial son cambios en el índice de confianza independiente del efecto en otras variables macro incluidas en la estimación. BCRP 2016 reporta que 18 por ciento de la variabilidad en inversión se explicaría por choques en la confianza empresarial. Ver: BCRP, 2016. Reporte de Inflación diciembre 2016. Recuadro: Confianza Empresarial e Inversión Privada En El Perú.

20 Sánchez y Vassallo (2023) documentan que para el periodo 2003 -2019, en promedio, el 65 % de la variabilidad de la inversión es explicada por choques de expectativas empresariales. Sánchez, W. y R. Vassallo, 2023. *Expectativas empresariales e inversión privada en el Perú: un análisis no lineal para el periodo 2003-2019*.



CONSUMO, INVERSIÓN, PBI, PBI NO PRIMARIO E ÍNDICE DE CONFIANZA DE LA ECONOMÍA A 3 MESES



Fuente: BCRP.

El presente Recuadro actualiza y expande los resultados empíricos presentados en BCRP 2016, y estudia la relación entre el indicador de confianza empresarial y variables macroeconómicas de consumo, inversión, PBI No Primario y PBI Total. Como se observa en el gráfico anterior y la tabla a continuación, existe evidencia empírica de una correlación positiva entre el indicador de confianza de la economía a 3 meses y la tasa de crecimiento interanual del producto bruto interno, el consumo y la inversión. Estas correlaciones son incluso de mayor magnitud si se excluye el periodo de la pandemia del COVID-19 (2020-2022).

CORRELACIONES CON EL ÍNDICE DE CONFIANZA (ECONOMÍA A 3 MESES)

	Periodo IIT.02-IVT.22	Periodo prepandemia: IIT.02-IVT.19
Crec. 12m PBI	0,38	0,59
Crec. 12m PBI no primario	0,38	0,68
Crec. 12m inversión	0,25	0,61
Crec. 12m consumo	0,39	0,54

Nota: Información trimestral para el periodo 2002T2-2022T4. Crec. 12m. hace referencia al cambio porcentual interanual.

Los cambios en el nivel de confianza empresarial, en general, pueden deberse a diversos factores domésticos e internacionales. Por ejemplo, cambios en la facilidad para realizar negocios en la economía doméstica, modificaciones predecibles de política económica, variaciones en la incertidumbre internacional, noticias esperadas del estado de la economía o cambios independientes (o idiosincráticos) en el sentimiento de los empresarios.

Para identificar estos últimos efectos y evaluar el impacto de los cambios en la confianza empresarial sobre las variables de actividad se estima un Sistema de Vectores Autorregresivos Estructural (SVAR, por sus siglas en inglés). En dicho SVAR se incluye un bloque exógeno asociado a variables internacionales que no dependen de la economía peruana (como los términos de intercambio) y un bloque endógeno compuesto por variables de la economía peruana (domésticas) relevantes para este ejercicio²¹. La

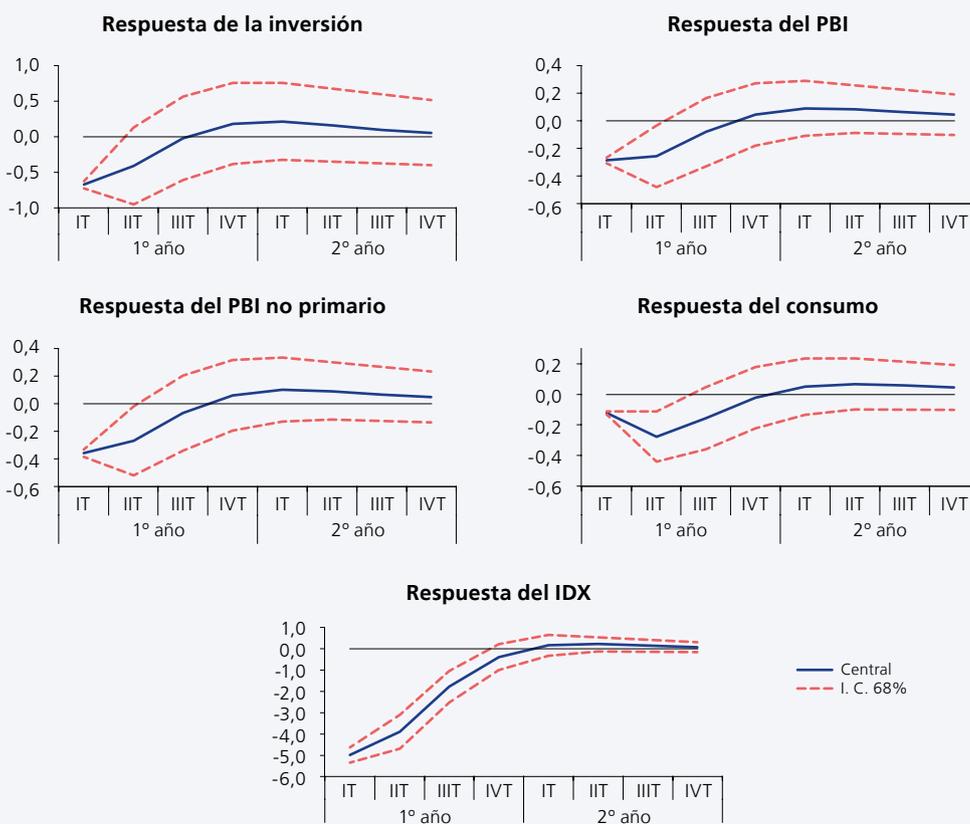
21 Estas corresponden a la inversión privada, PBI, PBI no primario, consumo, expectativas de crecimiento del PBI a 1 año de las empresas no financieras, y del índice de confianza empresarial para la economía a 3 meses.

estimación se realizó con información trimestral entre el segundo trimestre de 2002 y el cuarto trimestre de 2019.

En el siguiente gráfico se muestra la simulación de los efectos de una contracción de 5 puntos porcentuales en el índice de confianza empresarial para la economía a tres meses, caída que es independiente de la dinámica del resto de variables del sistema (no anticipada). Se observa que luego de esta contracción, el índice de confianza se recupera en aproximadamente 4 trimestres.

Por su parte, se estima que las respuestas del PBI, del PBI no primario, del consumo y de la inversión son transitorias, aunque con una duración de hasta 2 años. Asimismo, el impacto de este choque sobre todas estas variables del modelo se da en el mismo trimestre en que ocurre el mismo. Cabe señalar que la inversión privada es la variable más afectada, dada su naturaleza más volátil, mientras que el consumo privado responde en la misma dirección, pero con una menor magnitud. Una reducción en 5 puntos porcentuales en el índice de confianza empresarial (economía 3 meses) contrae en el primer trimestre al consumo en 0,12 por ciento, al PBI en 0,29 por ciento, al PBI No Primario en 0,36 por ciento, y a la inversión en 0,68 por ciento (desvíos respecto de sus tendencias). El impacto máximo sobre el consumo se materializa en el segundo trimestre al reducirse en 0,28 por ciento. Estas respuestas son estadísticamente significativas para los 2 primeros trimestres.

SVAR: CAÍDA INESPERADA DE 5 PUNTOS PORCENTUALES EN EL ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL PARA LA ECONOMÍA A 3 MESES



Donde IDX es índice de confianza empresarial para la economía a 3 meses.



**IMPACTO DE REDUCCIÓN INESPERADA DE 5 PUNTOS PORCENTUALES
EN EL ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL PARA LA ECONOMÍA A 3 MESES**

(En porcentaje)

Variable	Impactos después de ...				Impacto Máximo	
	1T	IIT	1 Año	2 años	Magnitud	Trimestre
PBI	-0,29	-0,26	0,05	0,05	-0,29	1
PBI No Primario	-0,36	-0,27	0,06	0,05	-0,36	1
Inversión	-0,68	-0,41	0,19	0,06	-0,68	1
Consumo	-0,12	-0,28	-0,02	0,05	-0,28	2

Nota: Muestra 2002T3-2019T4. Modelo recursivo SVAR con un 1 rezago que incluye términos de intercambio, inversión, PBI, PBI no primario, consumo, expectativas de crecimiento del PBI 1 año adelante, indicador de confianza de la economía a 3 meses. Los términos de intercambio se modelan como un bloque exógeno en el sistema. El esquema de identificación restringe a cero la respuesta de largo plazo de las variables del sistema ante choques de choques de confianza empresarial. Las bandas rojas representan un nivel de confianza del 68% por ciento (equivalente a +/- una desviación estándar en una distribución normal). El choque sobre el índice de confianza empresarial ocurre en el primer trimestre.

Las estimaciones presentadas sobre los cambios exógenos en la confianza empresarial son importantes a nivel macroeconómico. Ello porque las decisiones de política económica, en general, toman en cuenta los eventos estructurales y coyunturales que enfrenta el sector empresarial. Evidentemente, una buena percepción en tiempo real de las condiciones de demanda que prevalecen en la economía es fundamental para evaluar el grado de presiones inflacionarias. Debido a esto, las encuestas empresariales son un insumo de información relevante para el análisis y diseño de política monetaria del BCRP.

A la luz de los resultados presentados anteriormente, se cuenta con evidencia estadística que señala que las fluctuaciones en la confianza empresarial son relevantes para explicar la evolución de la actividad económica. De hecho, el contexto actual de mayor incertidumbre a nivel doméstico respecto a la década pasada tiene un impacto significativo en el crecimiento del PBI, más allá de otras medidas de política económica, tales como la monetaria, cuyo objetivo es el de estabilizar la inflación, y con ello generar un entorno favorable para el crecimiento sostenido de mediano plazo. Así, la recuperación de la confianza empresarial será fundamental para alcanzar dicho crecimiento.

Recuadro 4

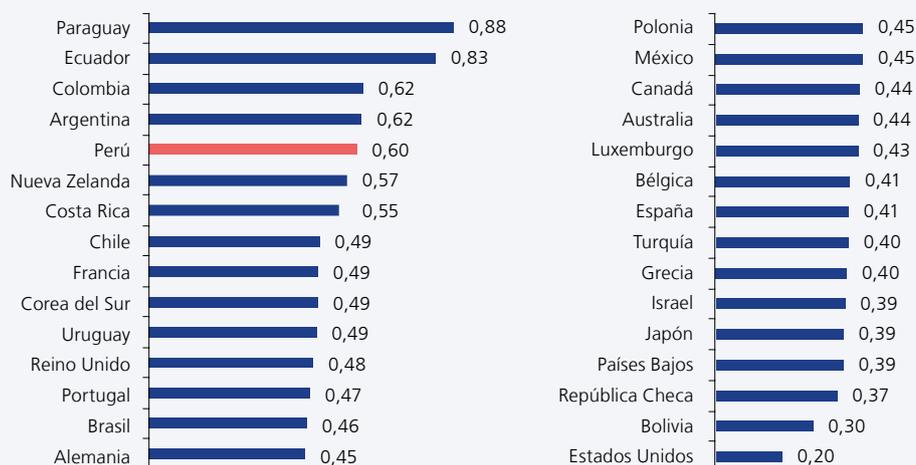
EL EMPLEO ALREDEDOR DEL SUELDO MÍNIMO: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS TRABAJOS FORMALES E INFORMALES EN EL PERÚ

El salario mínimo, o remuneración mínima vital (RMV), tiene como objetivo garantizar un ingreso mínimo a los trabajadores, pero si se fija en un nivel muy elevado podría reducir el empleo y la competitividad de las empresas, así como elevar la informalidad laboral y el nivel general de precios. Los ajustes a la RMV inciden prioritariamente sobre los trabajadores que perciben remuneraciones cercanas al nivel del salario mínimo, por lo que es importante conocer este grupo de trabajadores.

El nivel relativo del salario mínimo

Un nivel de RMV cercano al ingreso promedio generaría que las empresas o actividades con bajos niveles de productividad resulten menos viables y, por tanto, menos trabajadores serían contratados de manera formal. Ello, a su vez, redundaría en mayor informalidad laboral, menores beneficios sociales y menos oportunidades de empleo para los trabajadores menos calificados y con menor productividad. Al respecto, un salario mínimo adecuado, que atenúe las distorsiones que podría generar sobre el mercado laboral, estaría lo suficientemente distante del ingreso promedio. En Perú, la RMV de S/ 1 025, vigente desde el 1 de mayo de 2022, representó el 60 por ciento del ingreso promedio en el año 2022. Este porcentaje es mayor que el observado en Chile, México y otros países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)²²; y es el valor más alto registrado en los últimos 10 años (dicho ratio ha fluctuado entre 50 y 60 por ciento entre 2013 y 2022).

RMV COMO PORCENTAJE DEL INGRESO MEDIO*



* Información a 2021, excepto para Perú (2022) y Uruguay (2020). Para los países de la OCDE, el ingreso medio corresponde a un trabajador a tiempo completo, mientras que para el resto de países de la región dicho ingreso corresponde a los trabajadores dependientes. En el Perú, el ingreso medio proviene del trabajo principal de un trabajador dependiente que trabaja 40 horas o más por semana. Fuente: OCDE, OIT, INEI (ENAHO).

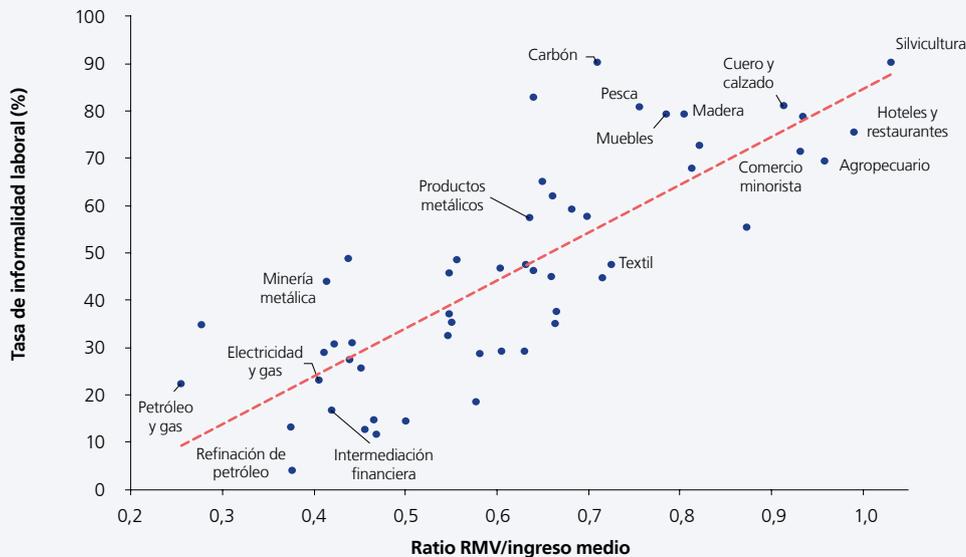
En el país, los datos muestran que la informalidad laboral es mayor en aquellos sectores donde el salario mínimo es relativamente más alto que el ingreso promedio del sector. Según información de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO), aquellos sectores en donde la RMV representa una mayor proporción

22 El ratio de RMV es 79 por ciento para el Perú al considerar el ingreso mediano de un trabajador que labora 40 horas y se encuentra también entre los más altos entre los países de la OCDE, solo por debajo de Costa Rica y Colombia.



del ingreso promedio están asociados a una mayor tasa de informalidad laboral, como se aprecia –por ejemplo– en los sectores de comercio minorista u hoteles y restaurantes.

RELACIÓN ENTRE INFORMALIDAD LABORAL Y RATIO RMV/INGRESO MEDIO



Nota: El ingreso proviene del trabajo principal de un trabajador dependiente que registra 40 o más horas de trabajo semanales. La tasa de informalidad de cada uno de los 53 sectores que se muestra en el gráfico se calcula sobre la base de trabajadores dependientes que trabajan 40 horas o más semanales. El gráfico excluye valores atípicos tanto de la tasa de informalidad laboral como del ratio RMV/ingreso medio (5 sectores en total). Dichos valores se definen como aquellos por debajo del percentil 1 o por encima del percentil 99, para cada una de dichas variables. Los sectores con tasas atípicas de informalidad, según la clasificación industrial internacional uniforme (CIIU, revisión 3) a 2 dígitos, fueron los siguientes: extracción de metales de uranio y torio; fabricación de maquinaria de oficina, contabilidad e informática; y reciclaje. El sector con un ratio RMV/ingreso medio atípico fue el de organizaciones y órganos extraterritoriales. El sector con valores atípicos tanto de la tasa de informalidad como del ratio RMV/ingreso medio fue el de actividades de hogares privados como empleadores de personal doméstico.
Fuente: ENAHO 2019-2022.

En un contexto de tasas de informalidad laboral²³ por encima del promedio histórico²⁴, los ajustes a la RMV deben tener en cuenta sus posibles impactos no deseados sobre el mercado laboral cuando no están acompañados de aumentos similares en la productividad. Por su parte, Castellares, Ghurra, y Toma (2022) estiman que un aumento de 10 por ciento en la RMV incrementaría la inflación en 0,73 puntos porcentuales tras un período de un año.²⁵

Características de los trabajadores con remuneraciones alrededor de la RMV

Los ajustes al salario mínimo debieran tener en cuenta las características de los trabajadores formales e informales con ingresos laborales alrededor del salario mínimo; en la medida en que dicho grupo de trabajadores serían los más afectados ante aumentos de la RMV. A continuación, sobre la base de información de la ENAHO, se comparan diversas características de los trabajadores dependientes formales e informales que trabajan más de 40 horas a la semana y perciben remuneraciones 0,9 y 1,2 veces el salario mínimo durante 2022 (entre S/ 922,5 y S/ 1 230). Este grupo, conformado por 1,5

23 En este Recuadro se utiliza la definición de empleo informal utilizada por el INEI, es decir: (i) patronos y trabajadores por cuenta propia cuya unidad productiva pertenece al sector informal; (ii) asalariados sin seguridad social financiada por su empleador; (iii) trabajadores familiares no remunerados, independientemente de la naturaleza formal o informal de la unidad productiva donde labora.

24 En 2022, la tasa informalidad laboral ascendió a 75,7 por ciento, inferior a la tasa de 76,8 registrada en 2021, pero por encima del promedio de los últimos 10 años (73,7 por ciento).

25 Castellares, R., Ghurra, O., y Toma, H. (2022). Efectos del salario mínimo en los precios y en el poder de compra de los hogares. Documento de Trabajo 004-2022. Banco Central de Reserva del Perú.

millones de personas, representa el 26 por ciento de todos los trabajadores dependientes que trabajan 40 horas o más (5,8 millones de personas)²⁶.

En términos demográficos, la distribución por **edad** muestra ciertas heterogeneidades. Por ejemplo, casi la tercera parte (31 por ciento) de los informales con remuneración cercana a la RMV tiene menos de 25 años, en comparación a los formales (17 por ciento). En cambio, la proporción de trabajadores con más de 45 años con remuneración cercana a la RMV es mayor en el grupo de trabajadores formales (28 por ciento), en contraste con el 17 por ciento registrado en los informales²⁷. Por su parte, en el **aspecto educativo**, alrededor del 60 por ciento de los trabajadores, tanto formales como informales con remuneración alrededor de la RMV, ha culminado la secundaria. Sin embargo, en el caso de los trabajadores formales, el 24 por ciento tiene educación superior, comparado con el 15 por ciento de los informales. Por otro lado, el 20 por ciento de los trabajadores informales solo culminó la educación primaria, en contraste con el 13 por ciento de los trabajadores formales. Estos resultados sugieren que la educación podría desempeñar un papel importante en la determinación de la formalidad del empleo²⁸. En ese sentido, los trabajadores con mayor nivel educativo podrían tener mayores probabilidades de obtener un empleo formal al tener más habilidades y competencias adquiridas a través de la educación superior, en comparación a sus pares informales, los cuales aumentan su productividad y los hacen más atractivos para los empleadores formales.

Por su parte, el **número de horas trabajadas** semanalmente en promedio es similar en ambos grupos, con 51 horas para los trabajadores formales y 53 horas para los informales. No obstante, se observan diferencias en el segmento de aquellos trabajadores que trabajan 49 horas o más a la semana (45 por ciento en el caso de los informales y 28 por ciento en los formales). La **remuneración promedio por hora** es similar (S/ 21 para los formales, frente a S/ 20 para los informales), como es de esperar dada la conformación de los grupos de referencia alrededor del sueldo mínimo; sin embargo, se observa que, tanto en formales como informales, la remuneración por hora es menor para quienes trabajan semanalmente más de 49 horas frente a quienes trabajan entre 40 y 48 horas.

En el segmento analizado, los trabajadores formales suelen quedarse más **años en su ocupación principal** (5 años), en comparación a los informales (2 años), lo cual sugiere que el sector formal ofrece una mayor estabilidad laboral en comparación al sector informal. Esta estabilidad está asociada a la seguridad en el empleo. Así, los trabajadores formales suelen tener contratos de trabajo (el 75 por ciento de los informales no cuenta con contrato). Los trabajadores formales gozan de derechos laborales y protección social, lo cual les genera incentivos para permanecer en sus empleos.

Cabe resaltar que los resultados muestran que la mayor parte de los formales (61 por ciento) se encuentra trabajando en empresas grandes; mientras que la mayoría de los informales (68 por ciento) trabaja en una **MYPE**. Esto es consistente con lo mencionado con anterioridad, pues las empresas de menor tamaño suelen ser aquellas con menor capacidad para cumplir con las regulaciones laborales y de seguridad social. Por lo tanto, como el empleo informal con remuneración cercana a la RMV está concentrado principalmente en las MYPES, un aumento del salario mínimo incidiría en sus costos.

En términos de acceso a la **seguridad social**, se observan aún mayores disparidades entre los trabajadores formales e informales. Por ejemplo, mientras que todos los trabajadores formales están

26 La Población Económicamente Activa Ocupada es de 17,8 millones de personas, de los cuales 8,4 millones son trabajadores dependientes. Los trabajadores que perciben una remuneración alrededor del sueldo mínimo representan el 9 por ciento de la PEA Ocupada.

27 El ingreso promedio de los trabajadores mayores de 45 años que perciben una remuneración alrededor de la RMV es de S/ 1 052 en el caso de los formales, y de S/ 1037 en el caso de los informales.

28 Perry, G.; Maloney, W.; Arias, O.; Fajnzylber, P.; Mason, A.; Saavedra-Chanduvi, J. (2007). Informality: Exit and Exclusion. World Bank Latin American and Caribbean Studies.





afiliados a algún tipo de seguro de salud, lo cual resulta de la definición de informalidad utilizada (el 96 por ciento de ellos se encuentra afiliado a EsSalud y el 4 por ciento al Seguro Integral de Salud – SIS, u otros), el 30 por ciento de los informales no está afiliado a ningún tipo de seguro, aunque un 60 por ciento está afiliado al SIS y un 4 por ciento a EsSalud²⁹. Por otro lado, el 97 por ciento de los trabajadores formales se encuentra afiliado al sistema de pensiones, en comparación a sus pares informales en donde solo el 24 por ciento de ellos se encuentran afiliados. Lo anterior se agrava al considerar la frecuencia de los aportes, pues se observa que solo el 10 por ciento de los trabajadores informales se encuentra afiliado al sistema de pensiones y aportó en los últimos 12 meses. Todo lo anterior refleja una de las principales desventajas de la informalidad: la falta de acceso a la protección social.

CARACTERIZACIÓN DE LOS TRABAJADORES CON REMUNERACIONES CERCANAS AL SALARIO MÍNIMO

	Formales	Informales
1. Edad promedio (años)	37	33
Menos de 25	17%	31%
De 25 a 44	55%	52%
45 a más	28%	17%
2. Hombres (%)	56%	60%
3. Nivel educativo culminado		
Primaria	13%	20%
Secundaria	60%	59%
Superior	24%	15%
4. Ingreso promedio mensual (S/)	1 052	1 036
Percentil 25	988	958
Percentil 50	1 030	1 030
Percentil 75	1 108	1 090
Percentil 90	1 200	1 200
5. Horas trabajadas semanales	51	53
40 a 49 horas	72%	55%
50 a 59 horas	28%	45%
6. Ingresos por hora (S/)	21	20
40 a 49 horas	23	23
50 a 59 horas	17	17
7. Tiempo promedio en ocupación principal (años)	5	2
8. Tamaño de empresa		
MYPE	15%	68%
Mediana	24%	14%
Grande	61%	17%
9. Tipo de contrato		
Indefinido	19%	0%
A plazo fijo	73%	14%
Sin contrato	3%	75%
Otro 1/	5%	10%
10. Afiliación a algún seguro de salud		
ESSALUD	96%	4%
Seguro Integral de Salud (SIS) u otros	4%	66%
No está afiliado	0%	30%
11. Afiliación al sistema de pensiones (AFP / ONP)	97%	24%
Aportó en los últimos 12 meses	92%	10%
No aportó en los últimos 12 meses	4%	14%
12. Inclusión financiera (% de trabajadores con acceso a:)		
Cuenta de ahorros o cuenta sueldo	95%	52%
Compensación por Tiempo de Servicios (CTS)	15%	1%

1/ Incluye principalmente trabajadores en periodo de prueba, convenios de formación laboral juvenil o prácticas pre-profesionales, contratos por locación de servicios, y régimen CAS.

Las estadísticas presentadas solo incluyen a los trabajadores dependientes (formales e informales) que ganaron entre 0,9 y 1,2 veces el salario mínimo y trabajaron 40 horas o más a la semana durante el año 2022. En total, dicho número de trabajadores ascendió a 1,5 millones, de los cuales 958 mil (63,1 por ciento) fueron informales. El tamaño de empresa se aproximó según el número de trabajadores (de 2 a 10 trabajadores para MYPE, de 11 a 50 trabajadores para mediana empresa y de 51 a más trabajadores para gran empresa).

Fuente: ENAHO.

29 El porcentaje de trabajadores informales afiliado a EsSalud podría estar relacionado con una afiliación registrada por un empleador previo o con la condición de derechohabiente declarado por un familiar afiliado como titular a EsSalud.

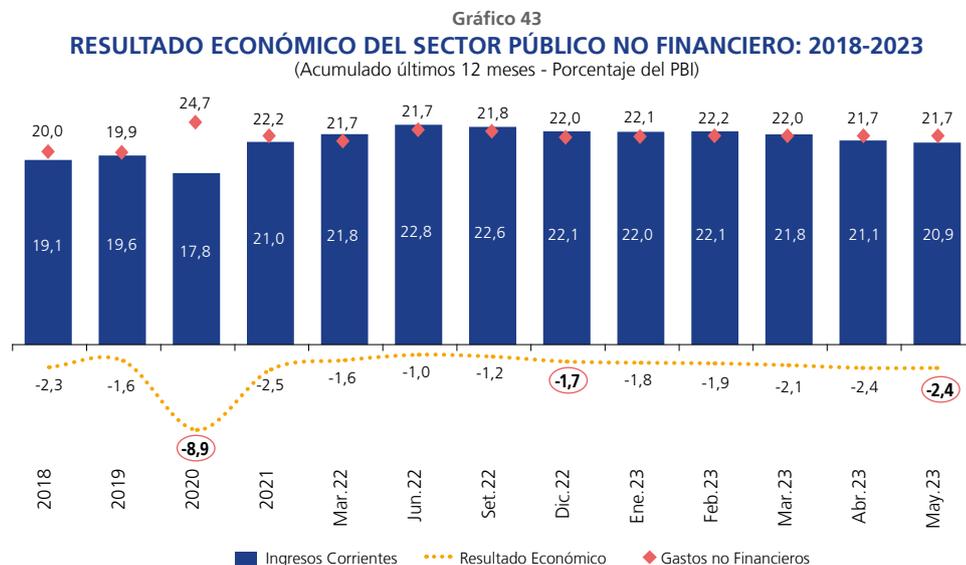
Finalmente, los resultados muestran que hay una mayor **inclusión financiera** en el caso de los trabajadores formales. Por ejemplo, el 95 por ciento de ellos posee una cuenta de ahorros o cuenta sueldo; en comparación a los informales donde dicho porcentaje asciende a 52 por ciento. Ello podría limitar el acceso de trabajadores informales a otros servicios financieros como préstamos, que podrían ayudarles a mejorar sus condiciones de vida y suavizar sus patrones de consumo para evitar caer en situación de pobreza. Finalmente, la falta de acceso a servicios financieros puede hacer que los trabajadores informales sean más vulnerables a los choques económicos y menos capaces de planificar y prepararse para el futuro.

En el Perú, de todos los trabajadores dependientes que trabajan 40 o más horas a la semana, el 21 por ciento percibe una remuneración por debajo del sueldo mínimo (6 por ciento de los formales y 35 por ciento de los informales).



IV. Finanzas públicas

47. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses aumentó de 1,7 a 2,4 por ciento del PBI entre diciembre de 2022 y mayo de 2023. Este incremento se debió principalmente a la reducción de los ingresos corrientes del Gobierno General, en particular de los ingresos tributarios. En menor medida contribuyeron los menores ingresos de capital del Gobierno General y el mayor pago de intereses de la deuda externa.



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

La caída de los ingresos corrientes en términos del producto fue reflejo principalmente de los ingresos tributarios más bajos del Gobierno Nacional, y en menor medida de la contracción de los ingresos no tributarios. La reducción de los ingresos tributarios se explica por el menor dinamismo de la demanda interna, la corrección de los precios de minerales de exportación y las medidas de alivio tributario. Según componentes, se registró una menor recaudación del impuesto a la renta, en su mayoría por regularización; así como del impuesto general a las ventas (IGV) aplicado a las importaciones. Por su parte, entre los ingresos no tributarios destaca la menor recaudación por canon y regalías petroleras y gasíferas, y regalías mineras.

Los gastos no financieros se redujeron como porcentaje del producto, debido principalmente al retiro del gasto por COVID-19 y por reactivación. Este desarrollo fue compensado por los mayores gastos en: (i) remuneraciones, debido al aumento en las remuneraciones del personal del sector Educación, a lo que se suma el efecto de los incrementos salariales dispuestos para los diferentes regímenes laborales en el sector público; (ii) otros gastos de capital, principalmente por la transferencia al Fondo de Inclusión Social Energético (FISE) para la masificación del uso de gas natural y por las transferencias para el otorgamiento de bonos habitacionales a través del Fondo Mivivienda; y (iii) formación bruta de capital del Gobierno Nacional. Respecto a la formación bruta de capital, la mayor expansión ocurrió en las funciones Orden Público y Seguridad, Educación, Transportes y Saneamiento, principalmente.

48. Se prevé que el **déficit fiscal** aumente de 1,7 a 1,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, inferior en 0,5 p.p. del producto al establecido por la regla fiscal de 2,4 por ciento (Ley N° 31541). El incremento se sustenta en el efecto sobre los ingresos corrientes de la corrección en los precios de los *commodities*, la menor previsión de crecimiento económico y la pérdida de dinamismo en el gasto privado. Se espera que estos factores se traduzcan en un menor crecimiento de la recaudación del impuesto a la renta de personas jurídicas y un retroceso del IGV aplicado a las importaciones. Adicionalmente, como resultado de los mayores coeficientes de pago a cuenta aplicados en 2022, se estima menores pagos por regularización del impuesto a la renta en 2023, en línea con la evolución observada durante el presente año.

No obstante, se espera una reducción de los gastos no financieros como porcentaje del PBI, lo cual contrarrestaría parcialmente la tendencia alcista del déficit fiscal.

Para 2024 se prevé que el déficit en términos del producto se reduzca ligeramente a 1,8 por ciento del PBI, cifra menor en 0,2 p.p. a la regla fiscal de 2,0 por ciento del PBI (Ley N° 31541). Si bien se espera que tanto los gastos no financieros como los ingresos corrientes se mantengan inalterados como porcentaje del PBI en comparación con el año previo, se proyecta también una recuperación en los ingresos de capital del Gobierno General y una mejora en el resultado primario de las empresas estatales.

Cuadro 20
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	22,1	20,9	20,9	20,7	20,8	20,7
<i>Variación % real</i>	4,7%	-9,0%	-1,8%	-3,1%	3,2%	3,6%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	22,0	21,7	20,9	21,0	20,9	21,0
<i>Variación % real</i>	-1,5%	-1,6%	-0,5%	-1,0%	3,6%	3,8%
<i>Del cual:</i>						
Gasto corriente	15,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
<i>Variación % real</i>	-7,7%	-8,4%	2,3%	1,5%	3,4%	3,9%
Formación bruta de capital	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
<i>Variación % real</i>	9,9%	11,6%	3,2%	3,3%	4,9%	4,9%
3. Otros ^{2/}	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,1	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-0,2
5. Intereses	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
6. Resultado económico	-1,7	-2,4	-1,6	-1,9	-1,5	-1,8

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

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

* Proyección

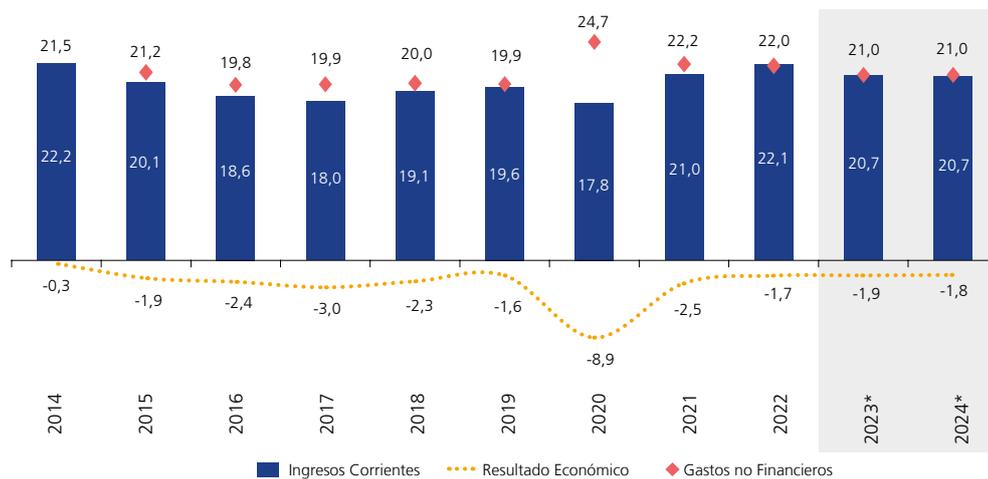
RI: Reporte de Inflación



En comparación con el Reporte de marzo, se incrementa la proyección del déficit fiscal de 1,6 a 1,9 por ciento del producto para 2023. Esta revisión toma en cuenta el impacto negativo en los ingresos de la revisión a la baja del precio promedio de minerales de exportación (especialmente cobre y zinc) e hidrocarburos (gas natural y petróleo y derivados) y la reducción en la estimación de crecimiento del PBI. Además, se ha revisado a la baja las proyecciones del resultado primario de las empresas estatales y los ingresos de capital.

Para 2024, se revisa al alza la proyección del déficit fiscal de 1,5 a 1,8 por ciento del PBI con respecto al Reporte previo, explicado principalmente por una base de comparación más baja de ingresos corrientes del Gobierno General en 2023. Esta tendencia sería fortalecida por la revisión al alza de los gastos como porcentaje del producto, debido a un menor nivel proyectado del PBI nominal.

Gráfico 44
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2014-2024
 (Porcentaje del PBI)



Nota: El resultado económico se calcula como ingresos corrientes – gastos no financieros + otros (ingresos de capital y resultado primario de empresas estatales) - pago del servicio de la deuda.

* Proyección.
 Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

49. Los **ingresos corrientes** mostrarían una contracción real de 3,1 por ciento en 2023 y como porcentaje del PBI representarían 20,7 por ciento, nivel inferior en 1,4 p.p. al registrado al cierre de 2022.

Esta disminución de los ingresos obedece, en primer lugar, a la caída en los precios de los *commodities*, que afectará la recaudación del impuesto a la renta y de los ingresos no tributarios relacionados al sector minería e hidrocarburos. En segundo lugar, el menor crecimiento económico se traducirá en una expansión real más baja del impuesto a la renta de personas jurídicas, mientras que la pérdida de dinamismo del gasto privado afectará el IGV aplicado a las importaciones a través de menores compras de bienes de capital e insumos industriales. Por último, se espera una caída

en la regularización del impuesto a la renta, en línea con lo observado durante el periodo enero-mayo, donde se registró una reducción interanual de 42,3 por ciento en términos reales.

La revisión a la baja de la proyección para 2023 —de 20,9 a 20,7 por ciento del PBI— toma en cuenta el menor avance registrado hasta mayo respecto al previsto en el Reporte de marzo. Esta revisión refleja además la corrección a la baja de los precios de los minerales de exportación e hidrocarburos, un menor crecimiento de la actividad económica y el impacto de las menores importaciones proyectadas en la recaudación de IGV.

En 2024 los ingresos corrientes se incrementarían en 3,6 por ciento en términos reales respecto al año previo y se espera se mantengan estables como porcentaje del producto. Esta evolución se explica principalmente por una mayor recaudación del IGV interno, en línea con la recuperación de la actividad económica y del gasto privado.

Cuadro 21
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Impuesto a la renta	7,5	6,7	6,5	6,6	6,2	6,3
Impuesto General a las Ventas (IGV)	9,4	9,0	9,2	8,8	9,3	9,0
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8
Devolución de impuestos	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3	-2,1
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5
Contribuciones sociales	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0
Recursos propios y transferencias	1,4	0,8	1,3	1,3	1,4	1,3
Canon y Regalías	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
Resto	0,5	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5
TOTAL	22,1	20,9	20,9	20,7	20,8	20,7

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

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gastos no financieros

50. Los **gastos no financieros** registrarían una reducción real de 1,0 por ciento en 2023, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 21,0 por ciento, menor en 1,0 p.p. al observado en 2022. Esta disminución refleja principalmente una reducción en los gastos asociados al COVID-19, los menores gastos devengados por el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles y por el efecto estadístico del aporte de capital a Petroperú en 2022. Esta evolución sería compensada parcialmente por la recuperación del gasto no relacionado a la pandemia y la reactivación (Arranca Perú), así como por el gasto en el plan Con Punche Perú.





Para 2024 se espera un crecimiento del gasto de 3,8 por ciento en términos reales y que estos se sitúen en 21,0 por ciento del PBI, cifra similar a la proyectada para 2023. En este crecimiento se contempla un incremento de los gastos corrientes y formación bruta de capital del Gobierno General, luego del periodo de aprendizaje de las autoridades subnacionales.

La proyección de gastos para 2023 se mantiene en términos nominales, aunque cambia en composición respecto al Reporte previo. Por un lado, se espera un aumento en el gasto en remuneraciones y gastos de capital, los cuales serían contrarrestados por una disminución en el gasto en bienes y servicios y transferencias. En términos del producto se revisa al alza la proyección de 20,9 a 21,0 por ciento.

En tanto para 2024, se revisa al alza el crecimiento real del gasto de 3,6 a 3,8 por ciento, con lo cual la proyección se eleva de 20,9 a 21,0 por ciento del PBI. En ese sentido, se prevé que los gastos sigan siendo superiores al nivel registrado antes de la pandemia (19,9 por ciento del PBI en 2019).

Cuadro 22
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
GASTO CORRIENTE	15,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Gobierno Nacional	10,6	10,3	10,5	10,4	10,5	10,7
Gobiernos Regionales	3,6	3,6	3,4	3,5	3,3	3,2
Gobiernos Locales	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7
GASTO DE CAPITAL	6,1	6,0	5,3	5,4	5,4	5,4
Formación Bruta de Capital	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
Gobierno Nacional	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Gobiernos Regionales	1,0	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0
Gobiernos Locales	2,2	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0
Otros	1,4	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7
TOTAL	22,0	21,7	20,9	21,0	20,9	21,0
Gobierno Nacional	13,5	13,3	12,9	12,9	12,9	13,1
Gobiernos Regionales	4,6	4,6	4,4	4,5	4,2	4,2
Gobiernos Locales	4,0	3,8	3,7	3,7	3,9	3,8

1/ Representa el acumulado en los últimos doce meses a mayo.

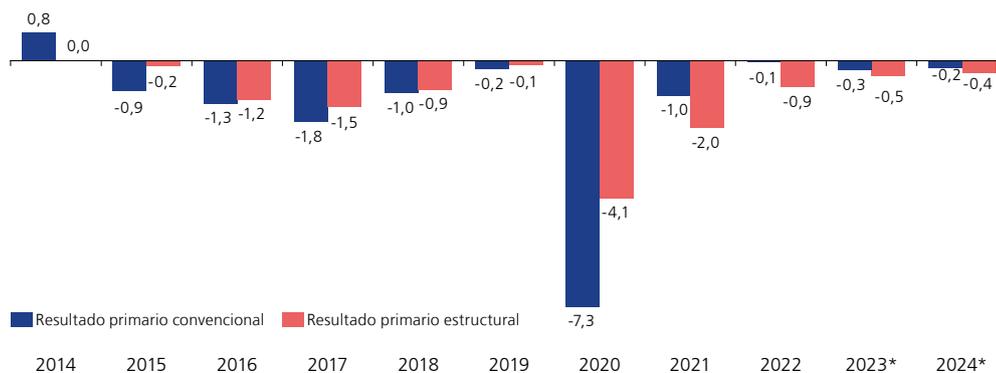
* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Postura fiscal

51. El **resultado primario estructural** excluye los efectos sobre la recaudación y gastos del Gobierno de las decisiones discrecionales de la política fiscal y los componentes cíclicos y transitorios que afectan la economía. Se estima que el déficit primario estructural será del 0,5 y 0,4 por ciento del PBI potencial para 2023 y 2024, respectivamente, ambos coeficientes mayores al estimado de 0,1 por ciento para 2019. La tendencia del déficit primario estructural refleja una reducción gradual de la posición fiscal expansiva, en línea con una brecha del producto cerrándose progresivamente.

Gráfico 45
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2014-2024**
 (Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección.

Nota: Para 2020, el resultado primario estructural se calcula con el PBI tendencial.

Fuente: BCRP.

Financiamiento y deuda

52. Respecto al Reporte de marzo se incrementa la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2023. Este ajuste se debe principalmente a la mayor estimación de los pagos de amortización de la deuda pública, como resultado de la operación de administración de deuda (OAD), y en menor medida por la evolución esperada del déficit fiscal nominal. En relación con las **fuentes de financiamiento**, se estima un incremento en la emisión de bonos soberanos (en línea con las recientes colocaciones realizadas por el Gobierno) y un mayor uso de depósitos públicos.

Cuadro 23
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Millones de soles)

	2022	2023*			2024*	
		Ene-May	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Mar.23	RI Jun.23
I. USOS	20 639	-6 629	22 660	45 075	29 942	29 882
1. Amortización	4 680	1 931	6 024	25 342	12 918	10 359
a. Externa	3 893	1 397	4 009	9 972	3 834	3 737
b. Interna	788	534	2 015	15 370	9 083	6 622
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	553	225	549	533	550	550
2. Resultado económico1/	15 959	-8 561	16 636	19 732	17 025	19 522
II. FUENTES	20 639	-6 629	22 660	45 075	29 942	29 882
1. Desembolsos y otros	14 974	13 211	24 201	40 557	26 349	26 033
a. Créditos externos	7 066	4 637	9 146	10 682	7 849	7 533
b. Bonos globales y soberanos	7 908	8 574	15 055	29 875	18 500	18 500
2. Variación de depósitos y otros2/	5 665	-19 840	-1 541	4 518	3 593	3 848

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta 33,8 33,0 32,8 32,1 32,1 31,6

Saldo de deuda pública neta 21,0 19,3 21,4 20,9 21,2 21,4

Saldo de depósitos públicos 12,8 13,7 11,5 11,2 10,8 10,2

1/ Signo negativo indica superávit.

2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación.



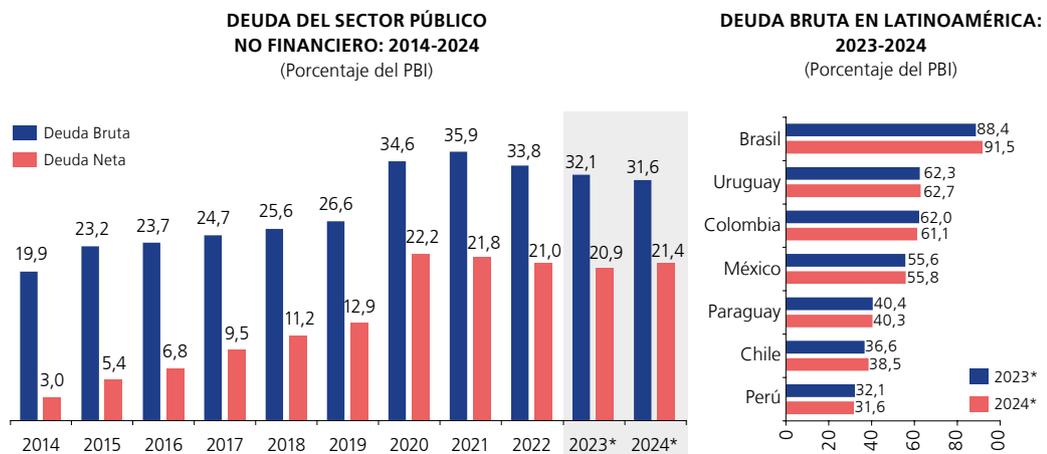
En cuanto a los requerimientos de financiamiento para 2024, se revisan ligeramente a la baja, por un lado, se espera menos pagos de amortización (por el intercambio y/o recompra de bonos soberanos y globales en mayo de 2023), lo cual sería contrarrestado parcialmente por la revisión al alza del déficit fiscal nominal.

Se espera que los requerimientos de financiamiento para 2023 aumenten en comparación con 2022, debido al aumento proyectado en la amortización de la deuda interna y externa, así como del déficit fiscal. Este financiamiento se realizaría mediante una mayor emisión de bonos soberanos, consistente con el ritmo de colocaciones observado en el año, y en menor magnitud a través de créditos externos. Para 2024, se prevé una disminución en los requerimientos de financiamiento respecto a lo proyectado para 2023.

- 53. La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasaría de 33,8 a 32,1 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, para finalmente ubicarse en 31,6 por ciento al final del horizonte de proyección. Las proyecciones de la deuda bruta para 2023 y 2024 serían menores al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI, dispuesta por la Ley N° 31541. La proyección actual implica que la deuda bruta de Perú se posiciona como una de las más bajas en la región.

Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se reduciría de 21,0 a 20,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2023 y se ubicaría en 21,4 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección.

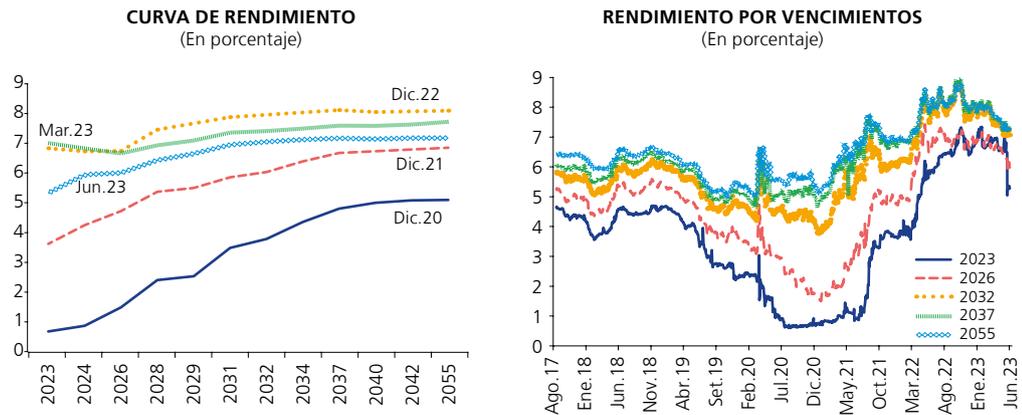
Gráfico 46



* Proyección.
Fuente: BCRP y World Economic Outlook (abril de 2023).

- 54. La curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP), con tasa de interés fija en soles, presenta una reducción promedio de 59 puntos básicos entre marzo y junio.

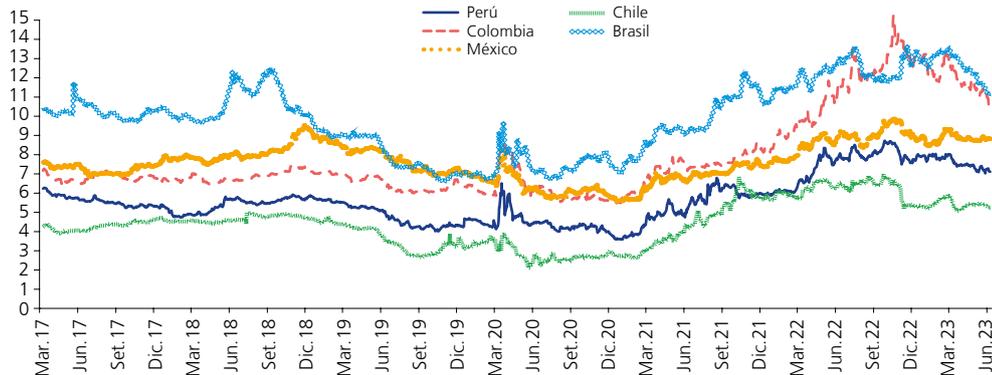
Gráfico 47



Al 12 de Junio.
Fuente: MEF.

Durante el periodo analizado, se observa una reducción en el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años en moneda local en la mayoría de los países de la región. Específicamente, los bonos de Brasil y Colombia disminuyeron en 160 y 120 puntos básicos, respectivamente. En contraste, los bonos de México y Chile aumentaron en 2 y 6 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, su tasa de rendimiento descendió de 7,51 por ciento en marzo a 7,13 por ciento en junio.

Gráfico 48
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)



Al 12 de junio.
Fuente: MEF y Reuters.

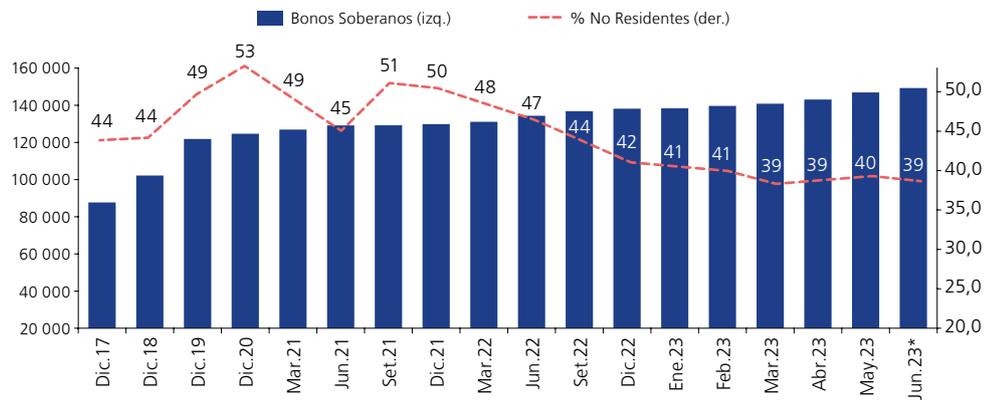
Las tasas de rendimiento de bonos globales en dólares han experimentado un incremento en los tramos corto y largo de la curva de rendimiento, en lo que va del segundo trimestre, mientras que en el tramo medio se han observado valorizaciones moderadas. En particular,



el bono peruano a 10 años aumentó ligeramente de 5,32 a 5,33 por ciento, mientras que la tasa de rendimiento del bono estadounidense aumentó de 3,47 a 3,74 por ciento, en un horizonte similar. En la región, los bonos de Chile, Colombia y México presentan tasas de interés más altas durante el trimestre.

El saldo de bonos soberanos, al 14 de junio, se ubica en S/ 148,9 mil millones, mayor en S/ 8,4 mil millones al saldo del 31 de marzo. En el segundo trimestre, los inversionistas no residentes y AFP son los principales demandantes de bonos, mientras que los bancos destacan por el lado de la oferta. Si bien, los inversionistas no residentes incrementaron sus tenencias de bonos soberanos en S/ 3,8 mil millones entre marzo y junio, su participación se mantuvo estable en 39 por ciento.

Gráfico 49
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de soles y porcentaje)



* Información preliminar al 14 de junio.

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

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

55. El 31 de mayo de 2023 el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) anunció la realización de una OAD que incluyó:
- (i) La emisión de un nuevo bono soberano sostenible con vencimiento en el año 2033 (primera emisión de este tipo en soles) por S/ 9 185 millones a una tasa cupón de 7,30 por ciento, tasa de rendimiento de 7,35 por ciento y calificación crediticia de BBB³⁰. El *spread* del BTP 2033 respecto al bono global peruano y al bono del Tesoro Americano ascendió a 199 y 371 puntos básicos, respectivamente. La demanda por estos bonos fue de alrededor dos veces el monto ofertado y los principales compradores fueron los inversionistas no residentes con cerca del 55 por ciento del total colocado.
 - (ii) El intercambio de los bonos soberanos con vencimiento en los años 2023, 2024, 2026 y 2028 por el nuevo bono soberano 2033 y/o por recompra con pago en efectivo. La oferta inició el 31 de mayo y culminó el 6 de junio. En total se aceptó S/ 14 012 millones de bonos soberanos (S/ 7 099 millones por intercambio del

BTP 2033 recientemente emitido y S/ 6 913 millones por recompra de los bonos a cambio de efectivo), cerca de 38 por ciento del saldo de los bonos soberanos al 31 de mayo.

Cuadro 24
**RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE INTERCAMBIO
O RECOMPRA POR EFECTIVO DE BONOS SOBERANOS**
(Millones de soles)

Bono	Tasa Cupón (%)	Saldo al 31 de Mayo (Mill. S/)	Precio de Recompra*		Intercambio			Recompra en Efectivo			Monto Nominal Aceptado	% Oferta Aceptada respecto al Saldo al 31 de Mayo		
			BTP	GDN	BTP	GDN	Total	BTP	GDN	Total		Intercambio	Recompra	Total
BTP 12SET2023	5,20	1 309	1 000,0	999,0	804	0	804	120	1	121	926	61	9	71
BTP 12AGO2024	5,70	6 741	998,8	997,8	2 382	1	2 382	119	2	120	2 503	35	2	37
BTP 12AGO2026	8,20	12 517	1 061,3	1 060,25	937	360	1 296	338	3 840	4 178	5 475	10	33	44
BTP 12AGO2028	6,35	16 625	992,5	991,5	1 927	688	2 616	436	2 057	2 493	5 109	16	15	31
Total		37 192			6 050	1 049	7 099	1 014	5 900	6 913	14 012	19	19	38

* Por cada S/ 1 000 de valor nominal.

- (iii) La recompra por efectivo de bonos globales con vencimiento en los años 2025, 2026, 2027, 2030 y 2031. El total recomprado ascendió a US\$ 1 628 millones, alrededor del 20 por ciento del saldo de bonos globales al 31 de mayo.

Cuadro 25
RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE RECOMPRA POR EFECTIVO DE BONOS GLOBALES
(Millones de US\$)

Bono	Tasa Cupón (%)	Saldo al 31 de Mayo	Precio de Recompra*	Recompra en Efectivo	% Oferta Aceptada respecto al Saldo al 31 de Mayo
Global 21JUL2025	7,350	1 542	1 055,0	653	42
Global 23ENE2026	2,392	1 000	943,8	386	39
Global 25AGO2027	4,125	1 013	985,0	262	26
Global 20JUN2030	2,844	750	877,8	56	7
Global 23ENE2031	2,783	3 750	856,5	272	7
Total		8 055		1 628	20

* Por cada US\$ 1 000 de valor nominal.

- (iv) Por lo tanto, considerando los montos de las emisiones para la recompra (S/ 9 185 millones) y para el intercambio (S/ 7 173 millones), se emite un total estimado de S/ 16 358 millones por la OAD.



V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

56. En enero de 2023 el Directorio del BCRP acordó elevar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos a 7,75 por ciento. Posteriormente, entre febrero y junio el Directorio decidió mantener dicha tasa de interés inalterada, enfatizando que esta decisión no necesariamente implica el fin del ciclo de alzas en la tasa de interés. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

Gráfico 50
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA NOMINAL Y REAL
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

Como resultado de lo anterior, la tasa de interés real de referencia se ubica en 3,54 por ciento en junio de 2023 (por encima de la tasa real neutral estimada en 1,50 por ciento), luego de haber alcanzado un mínimo histórico de -2,53 por ciento en agosto de 2021.

57. Las decisiones de política monetaria entre abril y junio de 2023 tomaron en consideración que:
- La tasa de inflación a doce meses se ubicó en 7,89 por ciento en mayo de 2023, manteniéndose por encima del rango meta de inflación del BCRP (entre 1 y 3 por ciento).

- La tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses en mayo de 2023 (5,11 por ciento) se situó también por encima del límite superior del rango meta.
 - El aumento significativo de los precios internacionales de energía y alimentos desde la segunda mitad de 2021, acentuado por los conflictos internacionales, ha conllevado a un fuerte incremento de las tasas de inflación a nivel global en magnitudes no vistas en muchos años y hacia niveles significativamente superiores a las metas de inflación de bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de la región. En el caso peruano, se registran efectos transitorios en la inflación por restricciones en la oferta de algunos alimentos.
 - Se proyecta que se mantenga una tendencia decreciente de la inflación interanual en los próximos meses ubicándose cerca al rango meta al finalizar el año, debido a la moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía, a la reversión de choques de oferta en el sector agropecuario y a una reducción de las expectativas de inflación en el resto del año.
 - Entre marzo y mayo de 2023, las expectativas de inflación a doce meses disminuyeron de 4,30 a 4,21 por ciento, ubicándose aún por encima del límite superior del rango meta de inflación.
 - Los indicadores adelantados y de expectativas sobre la economía en mayo muestran una recuperación frente al mes previo, manteniéndose la mayoría aún en el tramo pesimista.
 - Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial apuntan hacia una moderación; aunque subsiste el riesgo global por los efectos de la política monetaria restrictiva en las economías avanzadas, y los conflictos internacionales.
58. La decisión de la tasa de interés de referencia toma en cuenta las proyecciones de la inflación y sus determinantes tales como la evolución de la brecha de producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio y otros factores de oferta que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos³¹.

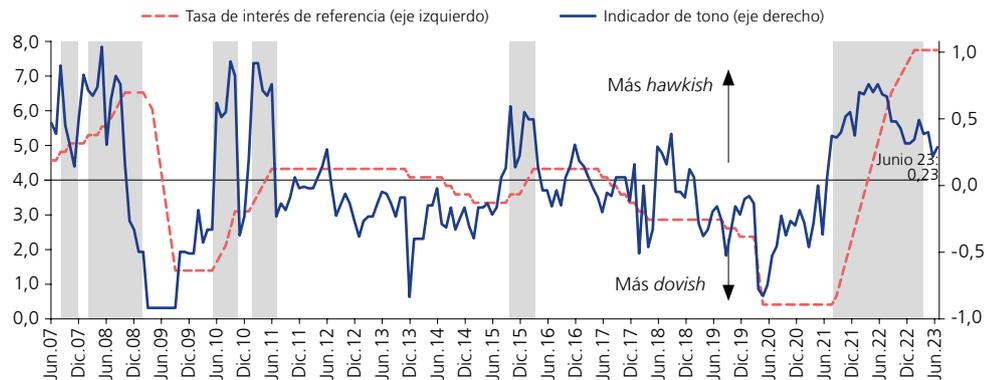
Desde 2021, el BCRP ha realizado los ajustes necesarios a su posición de política monetaria para asegurar que las expectativas de inflación regresen al rango meta en un horizonte de tiempo razonable, en un contexto de mayor inflación a nivel global, en particular por los mayores precios internacionales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

59. Con respecto al tono y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP muestra una postura *hawkish* desde julio de 2021, un mes antes al incremento de la tasa de interés en agosto de dicho año. No obstante, el valor del indicador se ha reducido en los últimos meses, en especial desde la pausa de febrero de 2023.

31 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.



Gráfico 51
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(Porcentaje y valor del índice)



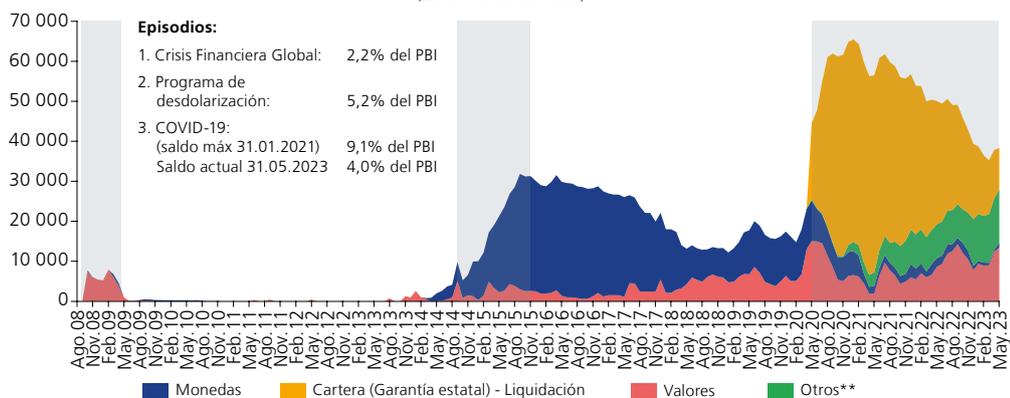
* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva (hawkish), mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva (dovish). Las áreas sombreadas corresponden a períodos de subida de la tasa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

Fuente: BCRP. La metodología está basada en Vega, M. y Lahura, E. (2021). "Assessing central bank communication through monetary policy statements: Results for Colombia, Chile and Peru", DT. N°. 2020-017, BCRP.

Operaciones Monetarias

60. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario. Para ello, entre el 1 de marzo y el 31 de mayo de 2023, el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento neto de CDV BCRP (S/ 14 769 millones), el vencimiento neto de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 5 469 millones), la colocación neta de Repo de Valores (S/ 4 450 millones) y la colocación neta de Repo de Monedas (S/ 415 millones). Estas operaciones fueron parcialmente compensadas por la colocación neta de CD BCRP (S/ 13 942 millones), la amortización de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 4 764 millones), el vencimiento neto de Subastas de Depósitos del Tesoro Público a plazo (S/ 134 millones), la colocación de CDR BCRP (S/ 60 millones), el vencimiento de Repos de Cartera (S/ 19 millones) y la venta de moneda extranjera en el mercado *spot* interbancario por US\$ 1 millón (S/ 4 millones).

Gráfico 52
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



* Al 31 de mayo.

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

Fuente: BCRP.

El saldo de operaciones de inyección se ubicó en S/ 38 263 millones al 31 de mayo de 2023, mientras que el saldo de CD BCRP, CDV BCRP y CDR BCRP fue S/ 28 932 millones a la misma fecha. Por su parte, los saldos de subastas de fondos del Tesoro Público y de liquidación de compras de BTP fueron de S/ 6 662 millones y S/ 7 087 millones a la misma fecha.

En términos del PBI, el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 4,0 por ciento del PBI, del cual S/ 10 311 millones corresponden a repos de cartera de crédito con garantía estatal.

61. El BCRP ha realizado compras de Bonos del Tesoro Público (BTP) en el mercado secundario con vencimientos hasta 2040 entre marzo y mayo de 2023. Estas operaciones forman parte del grupo de instrumentos que dispone el BCRP para la regulación de la liquidez del sistema financiero. Así, en lo que va de 2023, el BCRP ha comprado los BTP con vencimientos entre los años 2028 y 2040 por un valor total de S/ 1 774 millones. Este valor, sumado a las compras realizadas entre 2020 y 2022, implica un saldo de compras de BTP por parte del BCRP de S/ 7 087 millones a valor de adquisición al 31 de mayo de 2023.

Cabe señalar que el artículo 61 de su Ley Orgánica establece que el BCRP está facultado para comprar en el mercado secundario valores emitidos por el Tesoro Público, siempre y cuando el incremento anual de las tenencias de esos títulos, valuados a su precio de adquisición, no supere el 5 por ciento del saldo de la base monetaria del cierre del año precedente.

62. La participación del saldo de las operaciones de reporte en los activos netos del BCRP en mayo fue similar a la de febrero, sin embargo, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP aumentó, mientras que las participaciones de los instrumentos de esterilización del BCRP y el circulante disminuyeron. Por un lado, el saldo de las operaciones de reporte se mantuvo en 9,8 por ciento de los activos netos del BCRP entre febrero y mayo de 2023. Por otro lado, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP aumentó de 25,9 por ciento en febrero de 2023 a 30,5 por ciento a mayo del presente. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 11,9 por ciento en febrero de 2023 a 9,8 por ciento en mayo del mismo año; el circulante además disminuyó su participación de 24,4 por ciento a 22,9 por ciento entre el cierre de febrero y mayo de 2023.

El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, en mayo de 2023, los activos del BCRP ascienden a S/ 318 841 millones, equivalente a 33,4 por ciento del PBI, menor al observado en el año 2020 en el contexto de la pandemia del Covid-19 (46,6 por ciento) y al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,2 por ciento del PBI)³².

32 Incluye Reservas Internacionales Netas, Repos y Bonos del Tesoro Público.

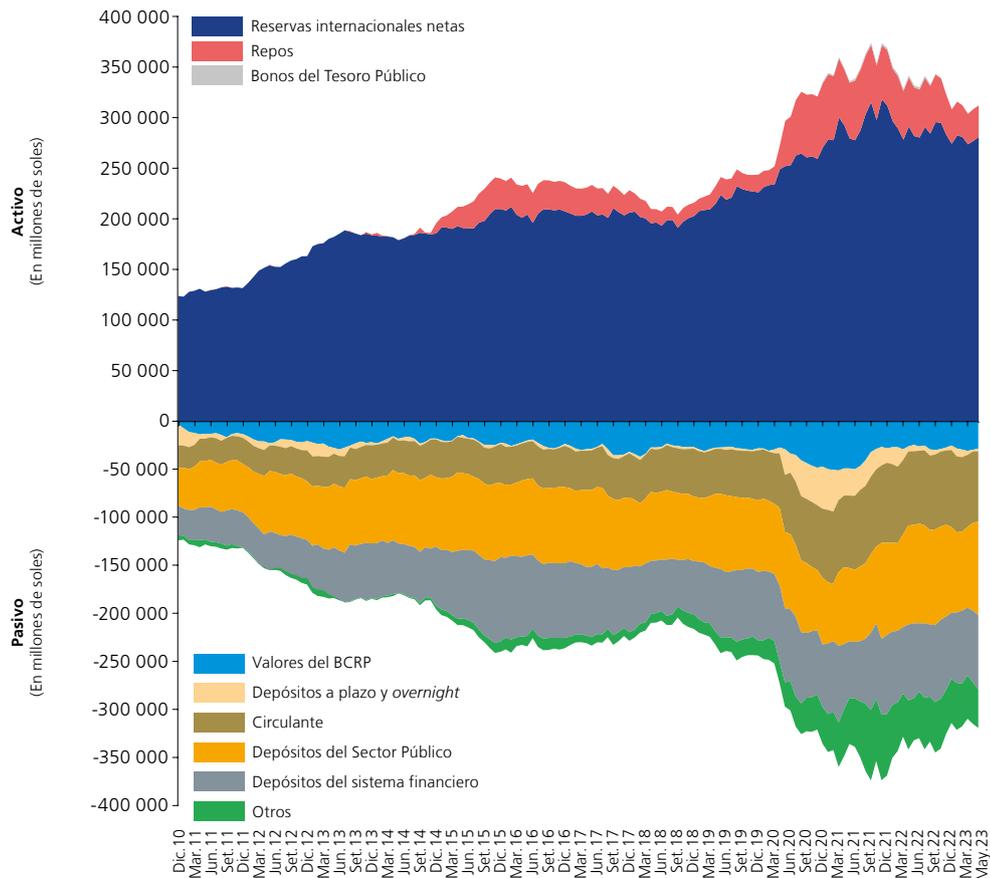


Cuadro 26
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.21	Dic.22	Feb.23	May.23
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	84,6%	87,5%	88,5%	88,0%
(US\$78 495 mills.)	(US\$71 883 mills.)	(US\$73 884 mills.)	(US\$76 244 mills.)	
Repos	14,8%	10,8%	9,8%	9,8%
Bonos soberanos	0,6%	1,7%	1,7%	2,2%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	26,0%	28,4%	25,9%	30,5%
En moneda nacional	23,9%	24,8%	22,5%	24,9%
En moneda extranjera	2,1%	3,6%	3,4%	5,7%
2. Depósitos totales del sistema financiero	22,2%	21,9%	23,9%	24,1%
En moneda nacional	3,9%	4,3%	4,1%	4,0%
En moneda extranjera	18,4%	17,6%	19,8%	20,2%
3. Instrumentos del BCRP	11,8%	9,6%	11,9%	9,8%
CD BCRP	3,9%	4,0%	4,0%	8,3%
CDR BCRP	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
CDV BCRP	3,4%	4,2%	5,4%	0,7%
Depósitos a Plazo	3,2%	1,1%	1,9%	0,2%
Depósitos overnight	0,9%	0,4%	0,6%	0,6%
4. Circulante	22,6%	25,5%	24,4%	22,9%
5. Otros*	17,4%	14,5%	14,0%	12,6%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.
Fuente: BCRP.

Gráfico 53
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2010-2023



Fuente: BCRP.

Mercados financieros

63. Las tasas de interés del mercado de crédito moderaron el incremento registrado en el primer trimestre de 2023, en un periodo en el que la tasa de interés de referencia del BCRP se mantuvo en 7,75 por ciento. La expectativa de una reversión gradual del estímulo monetario, y de las operaciones de inyección de liquidez del BCRP a las empresas bancarias, ha contribuido a que la tasa de interés promedio de préstamos interbancarios *overnight* se ubique en su nivel de referencia en el trimestre.

Cuadro 27
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL ^{1/}
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Jun.22	Set.22	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas									
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	2,6	6,1	7,4	8,1	8,1	8,2	3,6
TIPMN	2,3	1,0	1,1	2,2	2,7	3,0	3,5	3,8	2,3
FTIPMN	1,5	0,1	1,0	2,9	3,5	3,7	3,9	3,8	2,2
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	1,9	5,1	6,5	7,4	7,5	7,8	3,3
Personas	1,6	0,2	0,7	1,0	3,3	3,7	3,3	3,3	2,3
Empresas	2,3	0,0	1,9	5,1	6,5	7,4	7,5	7,8	3,3
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	2,2	5,5	6,8	7,5	7,9	7,8	3,5
Personas	1,8	0,5	0,8	2,2	3,5	3,7	4,1	5,0	1,9
Empresas	2,8	0,2	2,2	5,7	7,0	7,8	8,1	8,0	3,6
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	2,4	6,2	6,9	7,6	7,5	8,2	3,7
Personas	2,3	0,5	0,9	4,1	4,6	4,8	5,5	7,1	2,6
Empresas	3,1	0,3	2,6	6,4	7,4	8,5	8,4	8,8	3,9
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	2,9	6,1	7,3	7,6	7,9	7,9	4,0
Personas	3,3	1,3	2,9	5,4	6,6	6,9	7,3	7,3	3,8
Empresas	3,3	0,4	2,9	6,4	7,6	7,8	8,2	8,1	4,1
CTS	2,2	1,9	2,3	2,2	3,5	2,6	3,5	2,4	3,1
Activas									
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	3,1	6,7	8,1	9,2	9,1	9,3	4,4
TAMN	14,4	12,1	11,2	12,7	13,5	14,5	14,9	15,5	15,7
FTAMN	18,2	17,6	20,9	24,7	27,5	28,3	28,9	29,0	20,8
Corporativos	3,8	2,5	3,2	6,8	8,2	8,9	9,3	9,0	5,2
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	8,3	9,4	10,6	11,0	10,8	6,8
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,8	11,9	13,4	14,1	14,8	14,6	10,1
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	19,3	20,4	21,6	22,5	23,4	23,5	20,2
Microempresas	31,3	30,1	32,3	35,2	35,3	36,3	38,9	39,1	32,7
Microempresas 3/	44,5	22,6	38,8	39,2	39,3	39,3	42,2	41,9	40,0
Consumo	40,9	39,5	41,8	44,6	47,4	49,6	50,1	52,3	42,1
Consumo 3/	43,1	41,5	40,4	43,5	45,8	47,7	50,2	49,5	43,8
Hipotecario	7,0	6,4	6,9	8,1	9,5	9,9	10,0	9,7	8,4

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

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

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 12 de junio.

Fuente: BCRP y SBS.

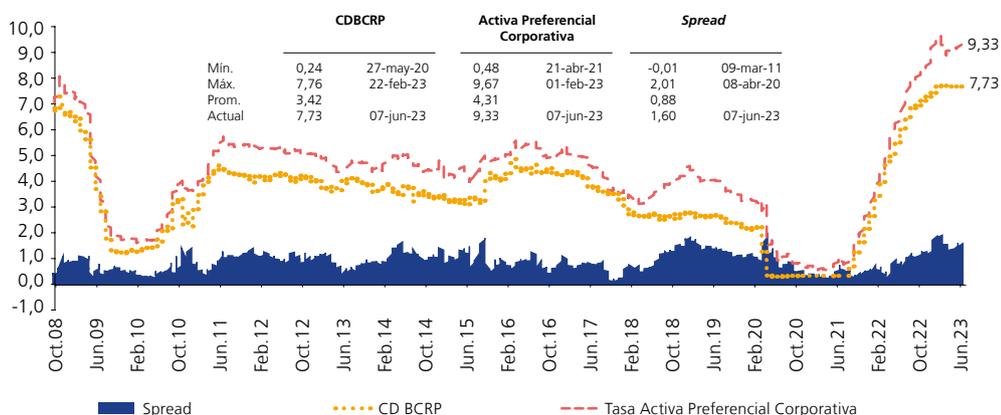
Las tasas de interés preferenciales activas y pasivas, las mismas que son altamente representativas de las condiciones financieras de las empresas bancarias, y que absorben rápidamente los cambios en la tasa de referencia, aumentaron en el segundo trimestre de 2023. Así, a plazos entre *overnight* y doce meses, las tasas de interés activas y pasivas acumulan incrementos promedio de 17 y 9 puntos básicos, respectivamente. Los *spreads* entre la tasa activa a 3, 6 y 12 meses respecto a la tasa de referencia se ubican por encima de los niveles prepandemia.

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses en junio (1,60 por ciento) ha descendido desde uno de los niveles más altos alcanzados en los últimos años (1,93 por ciento en febrero de 2023). En este contexto, el banco central



continúa realizando operaciones con el objetivo de asegurar el correcto funcionamiento del mercado a través emisiones de CD BCRP a plazos más largos y colocaciones de repos.

Gráfico 54
TASA DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CD BCRP A 3 MESES
(En porcentaje)



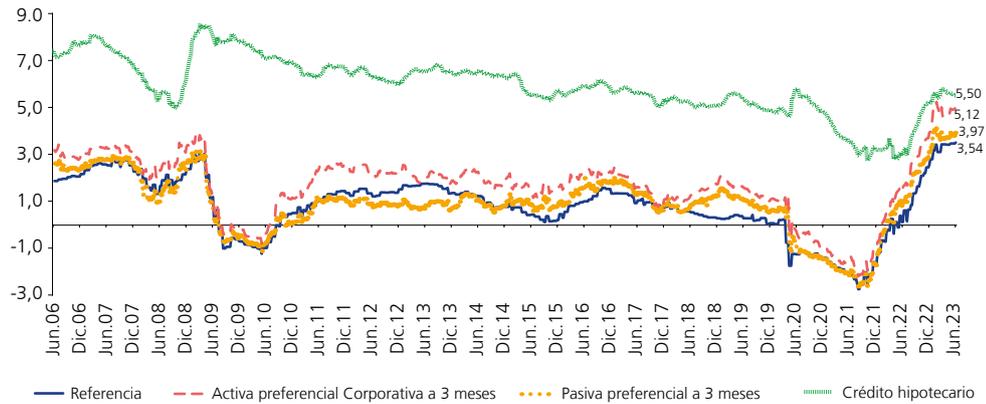
Al 7 de junio.
Fuente: BCRP y SBS.

Las tasas de interés de los segmentos de crédito de mayor riesgo crediticio también subieron entre marzo y junio de 2023. El sector consumo de empresas bancarias presenta el mayor incremento durante el trimestre, pasando su tasa de interés de 50,1 por ciento en marzo a 52,3 por ciento en junio. En el mismo horizonte, la tasa de interés del sector hipotecario disminuyó de 10,0 a 9,7 por ciento, en línea con la tendencia a la baja que se observó en la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años.

De la misma forma, las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias, especialmente las remuneradas a las personas, aumentaron en el segundo trimestre de 2023. La reducción en el saldo de los depósitos en el sistema financiero estaría incentivando la competencia entre las entidades para captar fondos. Así, las tasas de interés pagadas por sus depósitos a las personas aumentaron en promedio 62 puntos básicos, destacando el incremento de 160 puntos básicos al plazo entre 91 y 180 días. Para las empresas, las tasas de interés por plazos presentan un comportamiento mixto, acumulando un incremento de 13 puntos básicos entre marzo y junio de 2023. De otro lado, la tasa promedio de los depósitos C.T.S. en las empresas bancarias disminuyó entre marzo y junio de 3,5 por ciento a 2,4 por ciento.

64. Las tasas de interés reales en moneda nacional también registran mayores niveles en el segundo trimestre de 2023, a excepción de la tasa de interés promedio de créditos hipotecarios. Así entre marzo y junio de 2023 la tasa de referencia en términos reales se incrementó en 8 puntos básicos, mientras que las tasas de interés activas y pasivas preferencial a 90 días subieron en 32 y 21 puntos básicos, respectivamente. La tasa de interés real del crédito hipotecario disminuyó en 22 puntos básicos, influido por la reducción en similar horizonte de las tasas de rendimiento de los BTP a 10 y 30 años (38 y 55 puntos básicos, respectivamente).

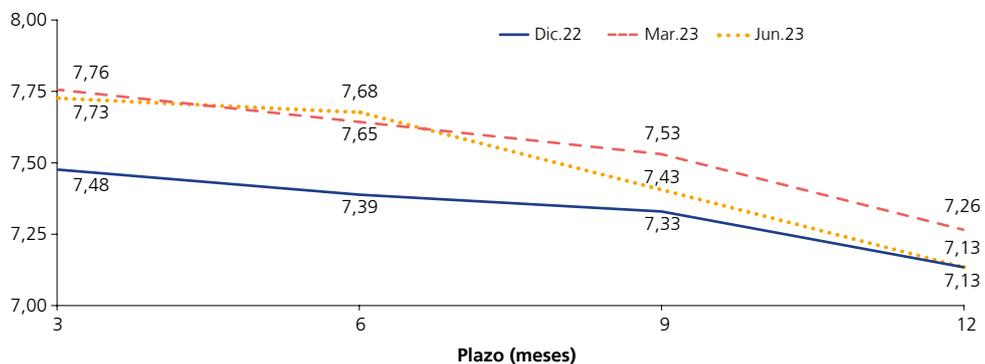
Gráfico 55
TASAS DE INTERÉS REALES EX ANTE EN SOLES
 (En porcentaje)



Al 7 de junio. Las tasas de interés nominales son deflactadas usando las expectativas de inflación.
 Fuente: BCRP y SBS.

65. La curva de rendimiento de los Certificados de Depósito (CD-BCRP) mantiene una forma invertida en el segundo trimestre de 2023, lo cual refleja la expectativa del mercado sobre la evolución futura de la tasa de referencia. Así, las tasas de interés entre marzo y junio de 2023 han bajado en 3,10 y 13 puntos básicos al plazo de 3, 9 y 12 meses, respectivamente; mientras que al plazo de 6 meses la tasa de interés aumentó en 3 puntos básicos.

Gráfico 56
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD-BCRP ^{1/}
 (En porcentaje)

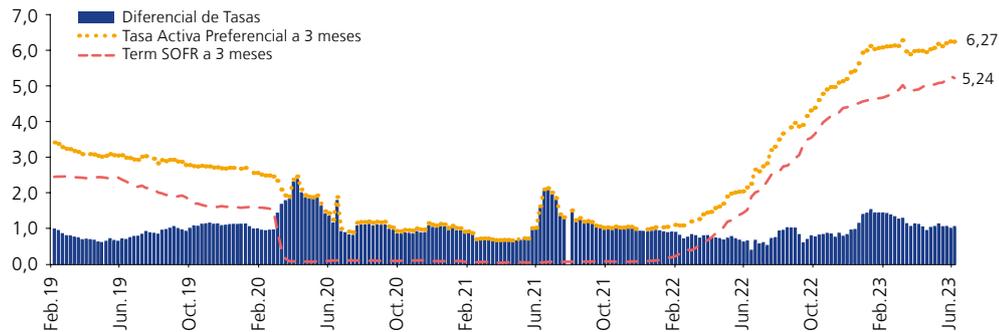


^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
 Al 12 de junio.
 Fuente: BCRP.

66. En el caso del mercado monetario en dólares, las tasas de interés continúan incorporando las condiciones monetarias restrictivas en los mercados financieros internacionales. Así, la tasa de interés interbancaria promedio *overnight* subió en la misma magnitud que la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Fed Funds rate), desde 5,00 por ciento en marzo hasta 5,25 por ciento en junio. En el caso de las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y 6 meses, estas aumentaron en promedio en 20 y 18 puntos básicos, respectivamente. El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial y la tasa *Term* SOFR a 3 meses disminuyó de 111 puntos básicos en marzo a 103 puntos básicos en junio de 2023.



Gráfico 57
**TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA
 Y TERM-SOFR A 3 MESES**
 (En porcentaje)



Al 7 de junio.
 Fuente: Chicago Mercantile Exchange, BCRP

Las tasas de los depósitos en dólares de las empresas bancarias también subieron en el segundo trimestre, pero en una magnitud menor al primer trimestre y al de las tasas de interés activas. Por un lado, las tasas de interés de los depósitos en dólares de personas registraron un incremento promedio de 38 puntos básicos, mientras que los depósitos de las empresas aumentaron a plazos menores de 180 días en un promedio de 19 puntos básicos.

Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Jun.22	Set.22	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Prom. Hist. 2/
Pasivas									
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,3	1,7	3,5	4,7	4,9	5,1	1,1
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	0,4	0,8	1,2	1,6	1,7	0,6
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	0,5	1,5	2,3	3,0	3,1	0,7
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	0,8	2,2	3,6	4,3	4,6	0,9
Personas	1,3	0,0	0,1	0,5	1,1	1,1	1,7	2,2	0,6
Empresas	1,4	0,1	0,1	0,8	2,2	3,6	4,3	4,6	0,9
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	0,8	2,4	3,3	4,5	4,7	1,1
Personas	1,0	0,2	0,2	0,4	0,9	1,7	2,8	2,8	0,7
Empresas	1,6	0,3	0,2	0,8	2,6	3,4	4,7	4,9	1,2
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,5	1,2	2,4	3,4	3,7	4,1	1,1
Personas	1,0	0,2	0,3	0,9	1,6	2,1	2,9	3,8	0,8
Empresas	1,6	0,3	0,6	1,4	3,1	4,6	4,8	4,9	1,3
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,6	1,7	2,7	3,8	4,2	4,1	1,2
Personas	1,2	0,3	0,4	1,4	2,1	3,2	4,0	3,9	1,1
Empresas	1,8	0,3	0,7	1,8	3,5	4,9	5,0	4,7	1,4
CTS	1,3	1,0	0,9	1,0	1,3	1,1	1,1	0,9	1,5
Activas									
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	1,0	2,6	4,3	6,0	6,0	6,3	2,2
TAMEX	7,6	6,1	6,7	6,9	8,3	9,3	10,2	10,4	7,7
FTAMEX	7,1	6,3	7,6	8,1	10,8	10,9	12,5	12,9	7,8
Corporativos	3,2	2,0	2,1	2,8	4,8	6,1	7,1	7,0	3,2
Grandes Empresas	5,5	4,5	5,7	8,3	9,4	7,8	8,5	8,5	6,7
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	6,5	8,1	8,8	10,1	10,2	7,8
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	10,3	13,3	12,7	12,2	13,5	12,9	11,6
Microempresas 3/	7,7	4,8	17,1	14,3	10,6	9,4	12,5	12,6	13,1
Consumo 3/	35,3	33,5	33,9	34,6	33,7	37,1	40,7	41,6	35,5
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	6,9	7,3	8,3	8,0	8,2	6,9

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

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

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 12 de junio.

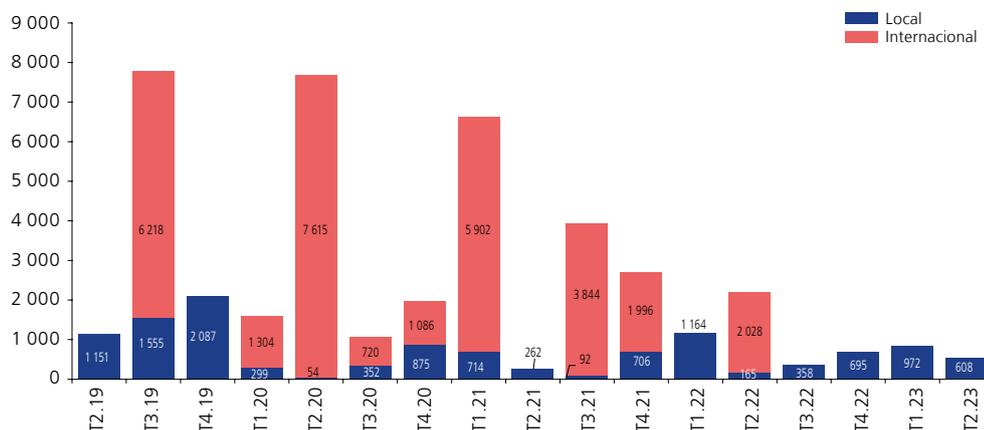
Fuente: BCRP y SBS.

Mercado de renta fija

67. En el segundo trimestre de 2023 las empresas peruanas únicamente accedieron a financiamiento en el mercado de capitales local, lo cual viene ocurriendo desde el tercer trimestre de 2022. El nivel reducido de colocaciones de bonos del sector privado, tanto en mercados locales y externos, responde a: i) el aumento el costo de endeudamiento para los emisores debido a las condiciones de política monetaria más restrictivas a nivel global, ii) las perspectivas de recesión a nivel global que aún subsisten y que afectan la demanda en las subastas de valores de riesgo, iii) el incremento en las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales de Estados Unidos, que los hace más atractivos respecto a los domésticos; iv) la baja confianza empresarial, y v) el menor fondeo de largo plazo en el mercado de capitales local, generado por los retiros de fondos de pensiones.

En el mercado local se colocaron por oferta pública un total de S/ 608 millones en lo que va del segundo trimestre de 2023, lo que estuvo por debajo del primer trimestre de 2023 (S/ 972 millones), y del promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 740 millones). En el mercado internacional, por cuarto trimestre consecutivo, las corporaciones peruanas no realizaron nuevas colocaciones de bonos, a diferencia de las entidades no residentes que continúan emitiendo valores en soles por un total de S/ 47 millones durante el segundo trimestre de 2023, al 1 de junio, por debajo del total vendido en el primer trimestre de 2023 (S/ 532 millones) y del promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 543 millones).

Gráfico 58
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(En millones S/)



Al 1 de junio.
Fuente: Reuters y SMV.

68. El valor de las carteras administradas por inversionistas institucionales continúa con una leve recuperación en el segundo trimestre de 2023, en un entorno negativo para los activos financieros locales e internacionales.

En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó de S/ 105,9 mil millones a S/ 110,1 mil millones entre el 30 de diciembre de 2022 y el 31 de mayo de 2023. Esta se viene recuperando ligeramente luego de los retiros significativos de los aportantes debido a la Ley N° 31478 ("Ley que faculta el retiro extraordinario de los fondos privados de pensiones

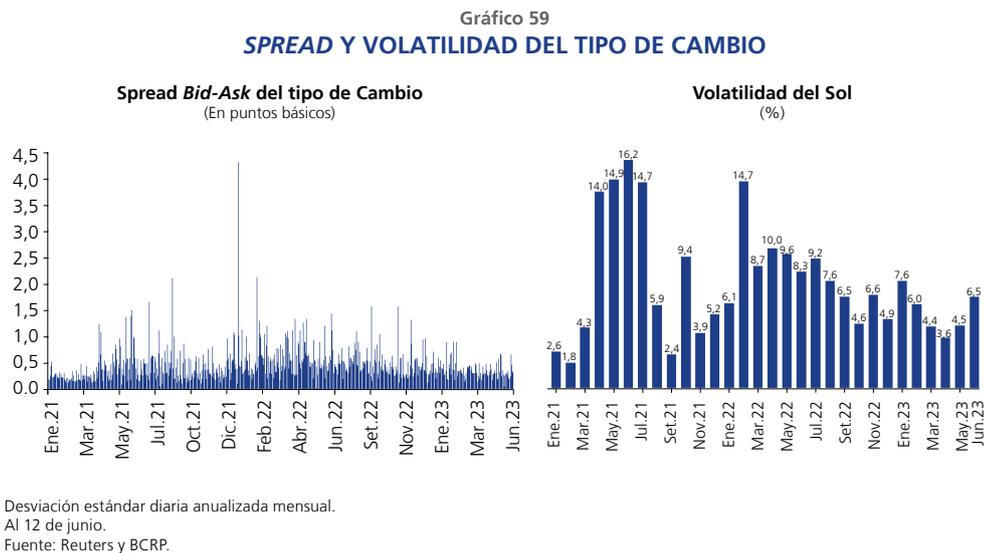


en el contexto de la pandemia COVID-19 en 2022”). Se estima que entre los años 2020 y 2022 los retiros extraordinarios ascendieron a S/ 88,0 mil millones (9,4 por ciento del PBI). En ese periodo el BCRP realizó operaciones repo con las AFP a plazo de hasta 3 meses por S/ 17 208 millones (para mitigar la afectación a los mercados financieros de una liquidación significativa y en corto tiempo) los cuales ya vencieron y no cuentan con saldos vigentes.

Para los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha incrementado ligeramente desde S/ 28,3 mil millones en diciembre de 2022 a S/ 28,7 mil millones en mayo de 2023. El número de participantes se ha reducido de 341,2 a 340,9 miles en similar periodo. Para las empresas de seguros, la cartera aumentó de S/ 58,0 mil millones a S/ 58,9 mil millones entre diciembre de 2022 y febrero de 2023.

Mercado cambiario

69. La evolución del **sol peruano** fue influenciada por la elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales por: (i) los temores de una recesión a nivel global; (ii) las tensiones bancarias en Estados Unidos; (iii) la incertidumbre sobre la trayectoria de tasas de política monetaria; (iv) la incertidumbre sobre el techo de deuda en Estados Unidos; y (v) riesgo de un menor crecimiento económico en China. En lo que va del segundo trimestre de 2023 el sol registra una apreciación de 3,0 por ciento. En abril de 2023, el sol peruano se apreció en 1,4 por ciento respecto al dólar, lo que se explica por i) la oferta de dólares del sector no financiero, y ii) la mejor percepción de riesgo de la economía peruana, dados los sólidos fundamentos macroeconómicos respecto a sus pares regionales, y a pesar de la incertidumbre política; contribuyeron para que el sol destaque como la moneda con mejor desempeño mensual en la región después de Brasil. En mayo de 2023, el sol se apreció en 1,1 por ciento respecto al dólar, mientras que este último se fortaleció en 2,6 por ciento a nivel global. En junio, al cierre del 12, el sol se apreció en 0,6 por ciento y alcanzó su menor nivel (S/ 3,650 por dólar) desde abril de 2022.

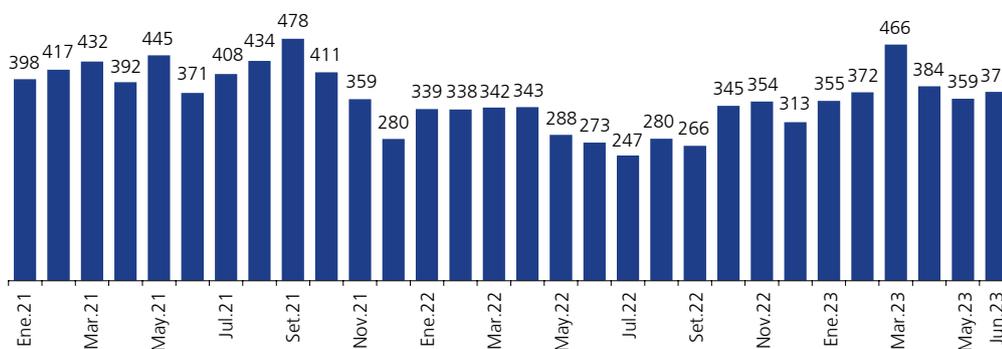


La volatilidad promedio del sol peruano disminuyó en el segundo trimestre, particularmente en abril, respecto al primer trimestre. Esta menor volatilidad también se reflejó en los

spreads de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio, los cuales fluctuaron entre 0,05 y 0,65 puntos básicos entre marzo y junio de 2023, por debajo del rango del primer trimestre (0,13 y 0,87 puntos básicos).

La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* en lo que va del segundo trimestre (US\$ 372 millones) es menor al primer trimestre (US\$ 398 millones), lo que está asociado a la menor demanda de dólares de clientes del sector no financiero en el mercado *spot*.

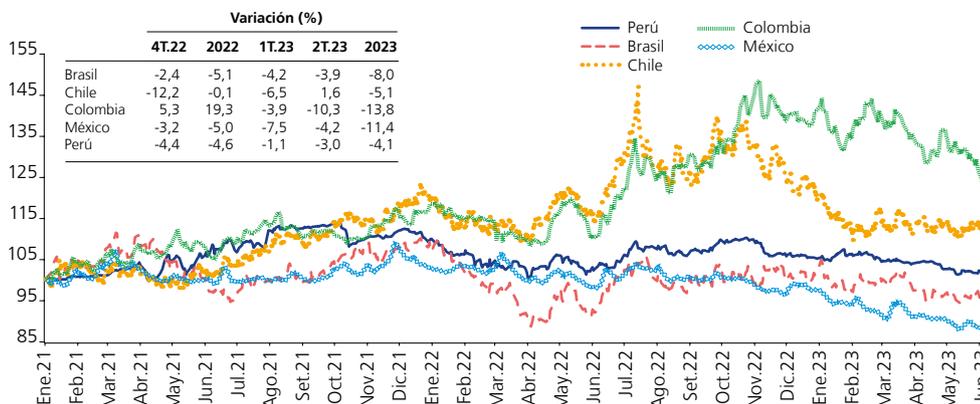
Gráfico 60
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
 (En millones US\$)



Al 12 de junio.
 Fuente: BCRP.

En la región, durante el segundo trimestre, el sol presentó la menor volatilidad (4,5 por ciento), por debajo del promedio regional (10,5 por ciento). La estabilidad del sol se asocia a los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía peruana, así como por una moderación en las expectativas depreciatorias de los agentes económicos.

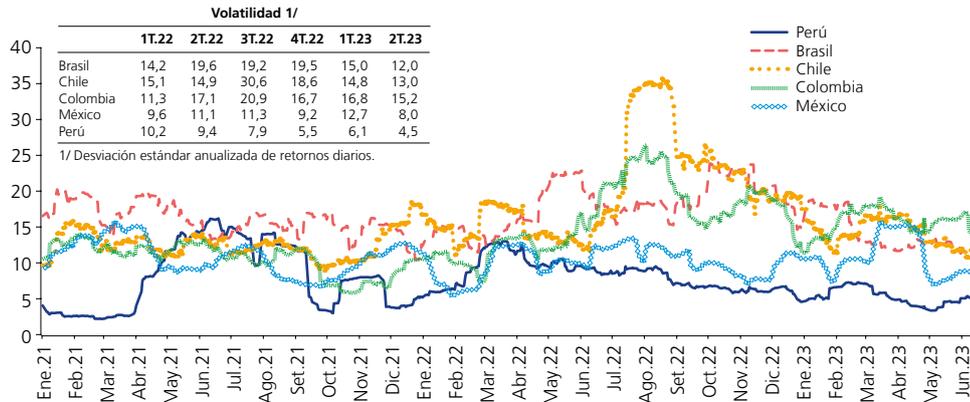
Gráfico 61
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO^{1/}
 (31 Dic.2020=100)



^{1/} Un aumento de índice indica depreciación de la moneda.
 Al 12 de junio.
 Fuente: BCRP y Reuters.



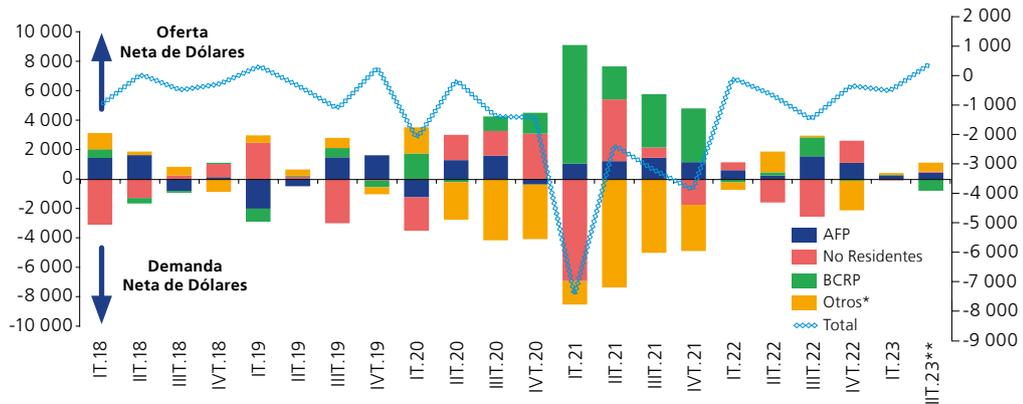
Gráfico 62
VOLATILIDAD CAMBIARIA*



*Desviación estándar del retorno diario anualizado en los últimos 30 días.
Al 12 de junio.
Fuente: Reuters.

70. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el segundo trimestre de 2023, al 12 de junio, son de oferta neta de dólares (US\$ 833 millones), un cambio respecto a la demanda neta de dólares observada en el primer trimestre (US\$ 171 millones). En el mercado *spot* existe una oferta neta de dólares (US\$ 1 362 millones) que proviene principalmente de las empresas mineras y clientes minoristas, asociado a la venta de moneda extranjera para el pago de la regularización del impuesto a la renta y utilidades. En el mercado de derivados existe una demanda neta (US\$ 529 millones) proveniente de los inversionistas no residentes y el sector corporativo.

Gráfico 63
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
(En millones de dólares)



	2021	IT.22	II.T.22	IIIT.22	IVT.22	2022	IT.23	II.T.23**	2023**
Spot	-6 891	-1 482	2 017	2 816	-2 071	1 281	104	1 362	1 467
Derivados	-10 287	1 787	-2 338	-4 064	2 085	-2 528	-275	-529	-805
Total	-17 178	305	-321	-1 248	14	-1 247	-171	833	662
Var. Posición de Cambio Global de la Banca	-328	-77	107	-25	108	113	138	-33	105
Intervención del BCRP	17 506	-229	213	1 273	-123	1 134	33	-801	-768

*Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.
**Al 12 de junio.
Fuente: BCRP.

Los inversionistas no residentes cambiaron sus posiciones netas en dólares entre el primer y segundo trimestre. En el mercado *spot* ofertaron dólares en el segundo trimestre (US\$ 350 millones), principalmente en el mes de mayo (US\$ 505 millones), un cambio respecto a la demanda de dólares neta en el primer trimestre (US\$ 271 millones). En el mercado de derivados, existe una demanda neta en el segundo trimestre (US\$ 279 millones), mientras que en el primer trimestre la posición fue de oferta neta de *forwards* (US\$ 170 millones). Entre el 31 de marzo y el 9 de junio, los inversionistas foráneos compraron en neto S/ 3 911 millones de bonos del tesoro público (BTP), un cambio notable respecto a las ventas netas del primer trimestre (S/ 2 302 millones).

Las AFP ofertaron en el segundo trimestre de 2023 alrededor de US\$ 426 millones, cifra por encima de la oferta neta del primer trimestre (US\$ 239 millones), mientras que en el mercado *spot* ofertaron en neto US\$ 60 millones, en el mercado de derivados ofertaron cerca de US\$ 366 millones. Las compras netas de valores externos de las AFP en el periodo ascienden a US\$ 477 millones, por debajo de las compras del primer trimestre (US\$ 540 millones).

En el caso del sector no financiero, entre marzo y junio de 2023 las entidades presentan una oferta neta de US\$ 611 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de US\$ 1 950 millones, principalmente en el mercado *spot* (US\$ 1 618 millones), por debajo del total registrado en el primer trimestre (US\$ 2 898 millones), lo cual se refleja en una reducción en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios; (ii) empresas del sector minero: oferta neta de US\$ 1 952 millones en el mercado *spot*, por debajo de la oferta neta del primer trimestre (US\$ 2 973 millones), asociado a la venta de dólares por la regularización del impuesto a la renta; (iii) sector minorista: oferta neta de US\$ 610 millones en el mercado *spot*, por encima a la oferta neta del primer trimestre (US\$ 522 millones).

Para las empresas bancarias, la posición global aumentó de - US\$ 27 millones en marzo hasta US\$ 6 millones en junio de 2023. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes aumentó en US\$ 403 millones entre el primer y segundo trimestre de 2023, hecho que refleja la mayor oferta de dólares de los inversionistas no residentes que se observa en los flujos del mercado cambiario.

Entre marzo y junio de 2023, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de subastas de *swaps* cambiarios venta en las modalidades de tasa fija y tasa variable; y con la colocación de certificados de depósito reajustables (CDR-BCRP), con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar, en un contexto de alta incertidumbre en el mercado cambiario global. Así, se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 14 422 millones a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses a tasa fija y variable, y vencieron S/ 18 035 millones a tasa fija.

El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta al 12 de junio se ubica en US\$ 9 016 millones (12 por ciento de las RIN), el cual presenta un plazo residual promedio de 283 días en junio de 2023, superior al que existía en diciembre de 2019 (62 días) y diciembre de 2020 (107 días), pero inferior al plazo promedio residual de diciembre de 2021 (293 días). El incremento en los plazos promedio está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor.

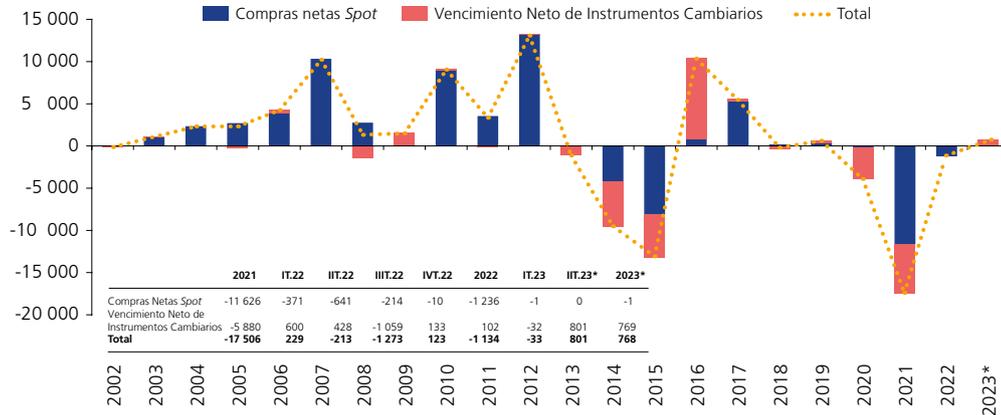
Al 12 de junio, en el segundo trimestre, el BCRP ha sido un demandante neto en el mercado cambiario por US\$ 801 millones mediante vencimiento neto de *swaps* cambiarios (US\$ 817 millones) y la colocación neta de CDR BCRP (US\$ 16 millones). La intervención cambiaria promedio mensual en el episodio de mayor volatilidad en el mercado cambiario —de enero a noviembre de 2021—, asciende a US\$ 1 568 millones, superior al periodo de la Crisis





Financiera Global (US\$ 1 296 millones); al existente entre febrero de 2013 y abril de 2016 (US\$ 614 millones) y al periodo entre diciembre de 2021 y junio de 2023 (US\$ 33 millones).

Gráfico 64
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)

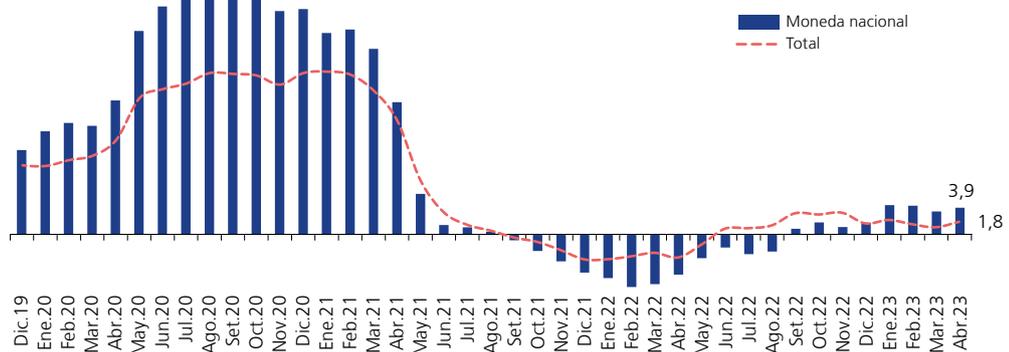


*Al 12 de junio.
Fuente: BCRP.

Liquidez

- 71. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado es positiva y se ha mantenido estable alrededor del 1,6 por ciento desde junio de 2022. Esta se ubicó en 1,8 por ciento en términos anuales en abril. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 3,9 por ciento interanual, mientras que los denominados en dólares se redujeron en 1,7 por ciento en los últimos 12 meses a abril.

Gráfico 65
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)

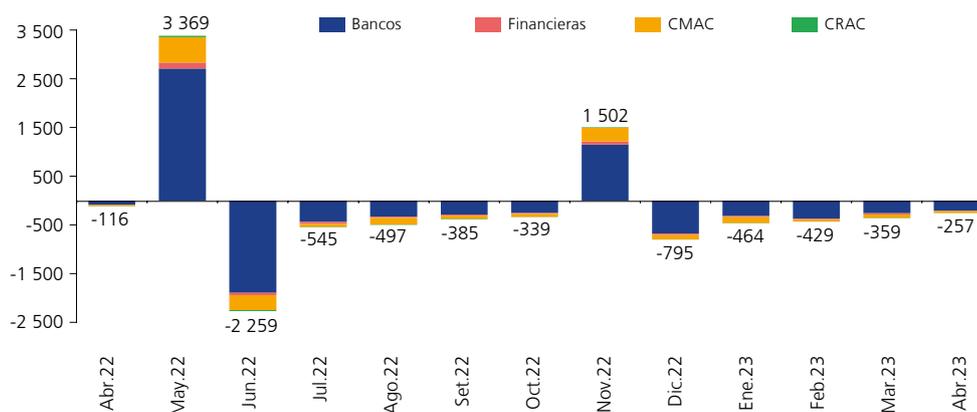


Fuente: BCRP.

Durante los años 2021 y 2022 se aprobaron leyes que permitieron el retiro de la C.T.S., lo cual explica, en gran parte, las caídas de los depósitos del sector privado durante estos años. Así, en mayo de 2021 se aprobó una ley que permitió el retiro del 100 por ciento de

la C.T.S., que estuvo vigente hasta diciembre de 2021 y se estimó un total de retiros por S/ 12 539 millones. De igual manera, en mayo de 2022 se aprobó una ley similar (vigente desde junio) que permite los retiros hasta diciembre de 2023. Al respecto, se observa que la mayor caída de depósitos C.T.S. desde la promulgación de la medida se observa en bancos (S/ 3 864 millones) y en cajas municipales (S/ 727 millones). En el mes de mayo previo a la implementación de dicha medida, el saldo de depósitos C.T.S. alcanzaba los S/ 14 391 millones; mientras que a abril de 2023 queda un saldo de S/ 9 565 millones.

Gráfico 66
FLUJOS MENSUALES DE DEPÓSITOS C.T.S.
(Millones de soles)



Fuente: BCRP.

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se incrementó de 35,6 por ciento en diciembre de 2022 a 36,3 por ciento en abril de 2023. Esto está explicado por el aumento de la dolarización de los depósitos de las empresas (de 39,7 por ciento a 40,8 por ciento) y de depósitos de personas (de 32,5 por ciento a 32,9 por ciento).

En 2022 los depósitos en moneda nacional crecieron 1,7 por ciento; en tanto, el crédito al sector privado en moneda nacional, 2,5 por ciento. Para 2023, se espera que una reducción de la brecha entre créditos y depósitos (7,8 por ciento para depósitos y 3,9 por ciento para crédito al sector privado en moneda nacional). Para 2024, la brecha continuaría su reducción (10,7 y 5,6 por ciento, respectivamente).

Cuadro 29
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Abr.23	Dic.23*	Dic.24*
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	16,0	3,7	-1,0	-3,3	-3,8	-3,5	-3,5	-1,0
Depósitos en moneda nacional	12,3	33,0	-5,6	-7,3	-1,9	0,8	1,7	3,9	7,8	10,7
Depósitos totales 1/	10,1	23,6	-3,7	-2,8	0,8	3,0	1,5	1,8	5,2	7,3
Liquidez en moneda nacional	10,6	32,2	-0,9	-4,4	-1,3	0,1	0,6	2,4	4,9	7,9
Liquidez total 1/	9,6	25,1	-0,4	-1,0	1,0	2,3	1,0	1,2	3,5	5,7
Crédito al sector privado en moneda nacional	10,1	19,4	5,5	7,6	6,7	4,2	2,5	0,6	3,9	5,6
Crédito al sector privado total 1/	6,9	10,7	4,0	6,9	5,9	6,1	4,6	2,7	4,0	5,0
Crédito al sector privado total (sin Reactiva Perú)1/	6,9	-5,5	8,8	13,5	12,9	13,1	11,3	8,9	7,4	6,5

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

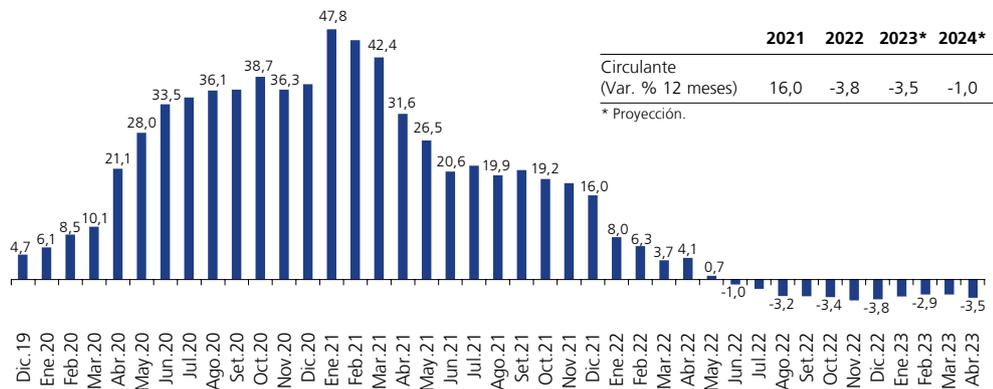
*Proyección.

Fuente: BCRP.



72. El circulante se redujo 3,8 por ciento interanual en diciembre de 2022, y 3,5 por ciento en abril de 2023. Se prevé que el **circulante** continúe moderándose en los siguientes meses, tras crecer a tasas históricamente altas durante el Estado de Emergencia³³, debido a la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, el circulante decrecería, por lo que su tendencia prepandemia con respecto al PBI se recuperaría en el mediano plazo, al esperarse un PBI nominal creciente y considerando además las innovaciones recientes en los medios electrónicos de pagos. En particular, se esperan tasas de variación de -3,5 por ciento para 2023 y -1,0 por ciento para 2024.

Gráfico 67
CIRCULANTE
(Variación porcentual 12 meses)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

73. La preferencia por circulante continuó reduciéndose durante 2022 e inicios de 2023, tras crecer continuamente entre abril de 2020 y diciembre de 2021, ubicándose en 23,9 por ciento en mayo de 2023.

Gráfico 68
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Fuente: BCRP.

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

Crédito al sector privado

74. El **crédito al sector privado** se expandió en 2,7 por ciento en términos anuales en abril de 2023 (4,6 por ciento en 2022). Sin considerar los créditos del programa Reactiva Perú, la tasa de crecimiento interanual del crédito ascendió a 8,9 por ciento en abril de 2023 (11,3 por ciento en 2022).
75. El crecimiento del crédito ha estado impulsado principalmente por el crédito a personas naturales. Este creció 12,1 por ciento en abril de 2023 (15,9 por ciento en 2022). Esta desaceleración del crédito a las personas se debe principalmente al menor incremento del crédito de consumo (16,3 por ciento en abril de 2023). Por otro lado, el crédito hipotecario también muestra una desaceleración durante el último mes registrando una tasa de crecimiento interanual de 6,1 por ciento en abril de 2023.
76. El crédito a empresas muestra una contracción asociada a las amortizaciones del programa Reactiva Perú. En abril de 2023, el crédito a empresas disminuyó 2,6 por ciento, mientras que sin considerar los créditos Reactiva Perú aumentó en 6,8 por ciento. El segmento que registra mayor caída es el de medianas, pequeñas y microempresas (-4,1 por ciento); en tanto, el segmento corporativo y grandes empresas muestra una menor caída de 1,2 por ciento.

Cuadro 30
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL ^{1/}
(Tasas de crecimiento anual)

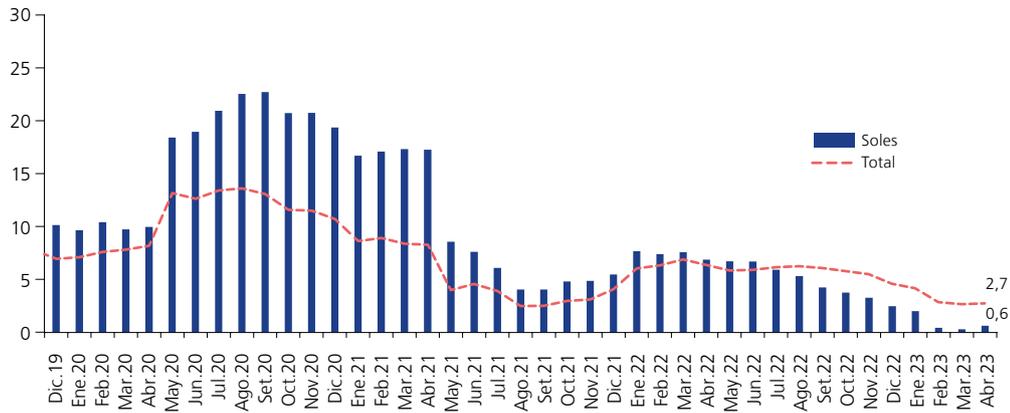
	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Mar.23	Abr.23
Crédito a empresas	4,2	19,7	3,6	4,6	1,1	0,4	-1,4	-3,1	-2,6
Corporativo y gran empresa	4,3	6,4	8,0	10,6	4,2	4,0	1,2	-2,2	-1,2
Medianas, pequeñas y microempresas	4,2	35,6	-0,5	-1,0	-2,1	-3,3	-4,0	-4,2	-4,1
Crédito a personas	11,4	-3,2	4,8	11,2	15,4	17,3	15,9	13,1	12,1
Consumo	13,3	-7,2	3,1	14,5	21,2	24,0	21,8	17,7	16,3
Vehiculares	12,0	-2,2	7,3	13,4	12,3	17,6	15,9	18,7	19,3
Resto	13,4	-7,3	3,0	14,5	21,5	24,2	22,0	17,7	16,2
Hipotecario	8,6	2,9	7,1	7,0	8,1	8,8	8,0	6,7	6,1
TOTAL	6,9	10,7	4,0	6,9	5,9	6,1	4,6	2,6	2,7
Memo:									
EMPRESAS SIN REACTIVA	4,2	-7,0	11,5	15,0	11,3	10,4	8,4	6,2	6,8
TOTAL SIN REACTIVA PERÚ	6,9	-5,5	8,8	13,5	12,9	13,1	11,3	8,9	8,9

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

77. Desde inicios de 2022 se observa una desaceleración del crédito en soles, y un incremento del crédito en dólares principalmente en el sector corporativo. A abril de 2023 el crédito en soles se expandió 0,6 por ciento, mientras que el denominado en dólares lo hizo en 9,9 por ciento en el mismo periodo.



Gráfico 69
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Tasas de crecimiento anual)



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Abr.23
Moneda nacional	10,1	19,4	17,3	7,6	4,1	5,5	7,6	6,7	4,2	2,5	0,6
Moneda extranjera	-0,3	-11,0	-14,0	-4,3	-2,8	-0,8	4,6	3,2	12,5	12,1	9,9
Total	6,9	10,7	8,4	4,5	2,5	4,0	6,9	5,9	6,1	4,6	2,7

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

78. Por su parte, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) extendió algunas medidas prudenciales relacionadas con las reprogramaciones de créditos. En particular, el 15 de marzo de 2023 la SBS con el Oficio Múltiple N° 12174-2023-SBS facultó a las entidades del sistema financiero a reprogramar los créditos de deudores minoristas que fueron afectados por los fenómenos climatológicos, en línea con las normas emitidas en enero de 2023 (Oficio Múltiple N° 3583-2023-SBS) y en diciembre de 2022 (Oficio Múltiple N° 54961-2022-SBS) que favorecieron a los deudores minoristas afectados por la perturbación de la paz o del orden interno que condujeron a la declaratoria del Estado de Emergencia nacional.

Dolarización del crédito y de la liquidez

79. El **coeficiente de dolarización** del crédito al sector privado medido a tipo de cambio constante a abril de 2023 se ubicó en 23,9 por ciento, mayor al nivel observado en diciembre de 2022 (23,4 por ciento). Se observó un incremento de la dolarización del crédito a empresas, la cual pasó de 33,6 a 35,0 por ciento entre diciembre de 2022 y abril de 2023. Por otro lado, la dolarización del crédito a personas se redujo ligeramente, de 6,9 a 6,7 por ciento durante el mismo periodo. La dolarización del segmento de créditos hipotecarios pasó de 8,9 por ciento en diciembre de 2022 a 8,6 por ciento en abril de 2023, mientras que la del crédito de consumo se redujo de 5,5 a 5,4 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 31
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO ^{1/}
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Abr.23
Crédito a empresas	40,3	30,1	29,4	30,2	32,0	32,9	33,6	35,0
Corporativo y gran empresa	53,7	45,8	44,5	45,7	49,0	50,5	51,5	53,6
Medianas empresas	41,9	24,4	22,7	23,0	23,9	24,8	26,1	27,8
Pequeña y microempresa	6,4	4,5	3,1	2,9	2,7	2,7	2,7	2,6
Crédito a personas	10,1	9,0	7,5	7,5	7,3	7,2	6,9	6,7
Consumo	6,8	6,1	5,5	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4
Vehiculares	16,6	18,8	14,4	12,7	12,0	11,3	11,0	10,5
Tarjetas de crédito	8,0	6,5	12,9	12,3	12,3	12,7	11,6	12,0
Resto	5,7	5,4	3,7	4,3	4,2	4,1	3,9	3,7
Hipotecario	15,0	13,1	10,2	9,7	9,3	9,1	8,9	8,6
TOTAL	28,5	22,9	21,8	22,1	22,9	23,4	23,4	23,9

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

Morosidad

80. El **coeficiente de morosidad** en abril de 2023 se ubicó en 4,06 por ciento, levemente superior al registrado en diciembre de 2022 (3,97 por ciento). Este resultado estaría explicado por la mayor morosidad de los créditos a empresas, principalmente por el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas y micro y pequeñas empresas. Asimismo, la morosidad de los créditos a personas naturales se incrementó en el mismo periodo, en particular para tarjetas de crédito.

Cuadro 32
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Abr.23
Crédito a empresas	3,71	3,73	4,60	4,80	4,81	5,04	5,09	5,23
Corporativo y grandes empresas	0,62	1,04	1,08	1,28	1,45	1,46	1,39	1,45
Medianas empresas	8,24	6,27	9,49	9,99	10,16	11,29	11,65	12,13
Micro y pequeñas empresas	6,29	6,06	6,54	6,63	6,37	6,47	6,37	6,61
Crédito a personas	2,85	4,91	2,57	2,45	2,53	2,54	2,54	2,61
Consumo	2,81	5,92	2,23	2,14	2,31	2,47	2,51	2,65
Tarjetas de crédito	5,33	12,70	6,28	6,18	6,43	6,71	6,58	7,24
Vehicular	3,75	5,85	3,72	3,74	3,54	3,46	3,37	3,13
Resto	1,46	3,07	1,35	1,28	1,39	1,52	1,57	1,59
Hipotecario	2,91	3,51	3,01	2,87	2,84	2,64	2,57	2,55
PROMEDIO 1/	3,24	4,00	3,76	3,82	3,84	3,98	3,97	4,06

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

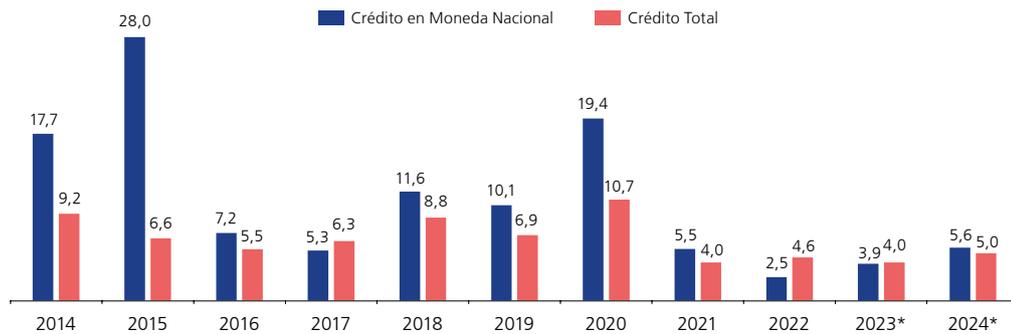
Proyección del crédito al sector privado

81. En 2023 y 2024 se prevé que el crédito al sector privado crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del coeficiente de crédito respecto al PBI en



2020, que se estabilizaría a niveles previos a la pandemia luego de 2024. Así, se espera que el ratio de crédito se ubique en 41,9 por ciento del PBI en 2023 (luego de haberse ubicado en 53,1 por ciento en 2020, 45,4 por ciento en 2021, y 44,3 por ciento en 2022). Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica (crecimiento de 33,1 por ciento del PBI nominal con respecto a 2019, y de 10,1 por ciento respecto a 2022).

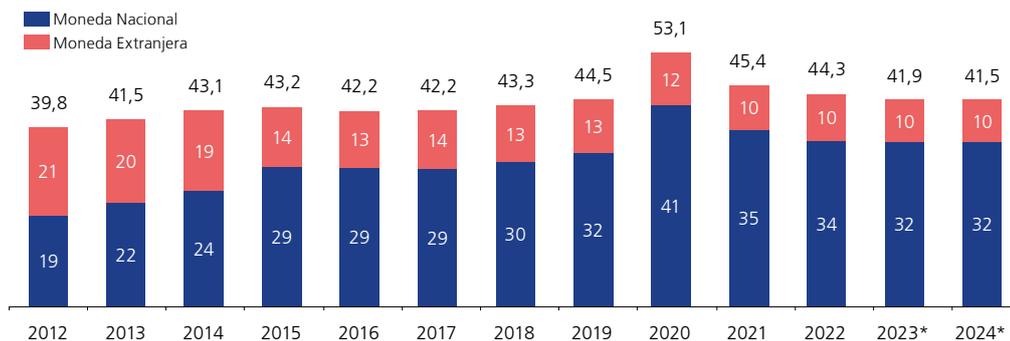
Gráfico 70
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

De igual manera, se prevé un incremento del crédito en moneda nacional. Con ello, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 3,9 por ciento en 2023; y 5,6 por ciento en 2024, tomando en cuenta la desaparición del efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 4,0 por ciento en 2023 (7,4 por ciento sin Reactiva). Mientras que para 2024 se estima un crecimiento del crédito total de 5,0 por ciento (6,5 por ciento sin Reactiva). Con ello, el ratio de dolarización del crédito se estabilizaría hasta alcanzar un valor de 23,1 por ciento a fines de 2024.

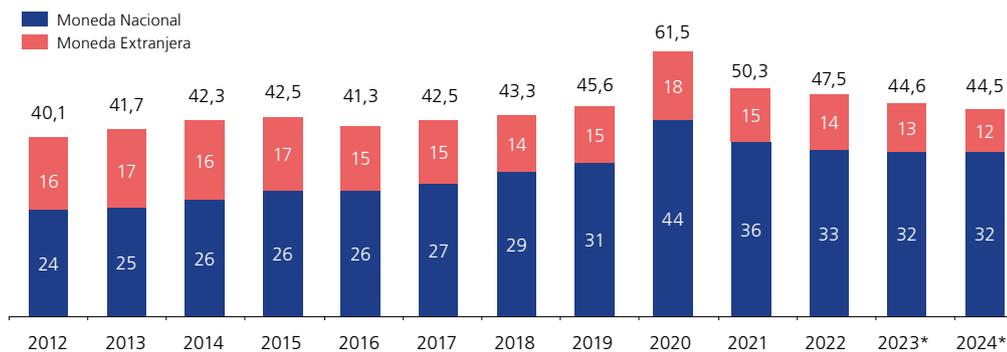
Gráfico 71
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



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

Por otro lado, las tasas de crecimiento de la liquidez y el circulante serían menores a las del PBI nominal en 2023 y 2024. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 47,5 por ciento en 2022 a 44,6 por ciento en 2023, y a 44,5 por ciento en 2024. En tanto, el ratio del PBI correspondiente al circulante de sociedades de depósito se contraería de 8,5 por ciento en 2022 a 7,5 por ciento en 2023, y a 7,0 por ciento en 2024.

Gráfico 72
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



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

*Proyección.

Fuente: BCRP.





Recuadro 5 CHOQUES DE OFERTA Y DEMANDA DE CRÉDITO EN EL PERÚ³⁴

La dinámica del crecimiento del crédito al sector privado es explicada por diferentes choques macroeconómicos y financieros, los cuales a su vez pueden ser gobernados por fuerzas de mercado, de oferta y demanda, así como también por acciones de política monetaria y factores externos. El objetivo de este recuadro es el de explicar la dinámica reciente del crecimiento del crédito al sector privado, identificando para ello choques de oferta y demanda de crédito por monedas y junto con otros choques macroeconómicos tradicionales (política monetaria, demanda y oferta agregada, etc.).

En el caso particular de Perú, se tienen dos mercados de crédito que operan de forma simultánea (sistema de Intermediación Financiera en soles y dólares), lo cual dificulta aún más capturar a través de los datos las fuerzas de mercado mencionadas anteriormente. En consecuencia, la identificación de estos choques tradicionales en la literatura es más desafiante. No obstante, vale la pena mencionar que para el periodo de análisis (2002-2023) la tasa de dolarización se redujo notablemente, desde 83,3 por ciento en diciembre de 2001 a 23,9 por ciento en marzo de 2023. Con ello, el sistema financiero es hoy en día menos vulnerable frente a choques externos que se reflejan en el alza del tipo de cambio.

Con el objetivo de capturar los choques mencionados líneas arriba, se estima para ello un modelo de vectores autorregresivos estructurales bayesiano (BVAR) para el periodo 2002-2023, donde los choques estructurales son identificados a través de la imposición de restricciones de ceros y signos³⁵, en línea con la literatura empírica reciente³⁶, tanto de economías avanzadas como emergentes³⁷. Dicha metodología permite aislar las fuerzas del mercado opuestas, tales como de oferta y de demanda. Las restricciones de signo que permiten separar efectos de demanda y oferta son como sigue: (i) un choque de oferta de crédito eleva el nivel del crédito y reduce el *spread* entre las tasas activa y pasiva, (ii) un choque de demanda de crédito eleva el nivel del crédito y eleva el *spread* entre las tasas activa y pasiva por moneda. Estas restricciones se aplican de forma simultánea a los créditos en ambas monedas (soles y dólares).

Los datos utilizados para el caso de Perú corresponden a: (i) inflación, (ii) crecimiento del PBI, (iii) crecimiento del crédito en dólares, (iv) crecimiento del crédito en soles, (v) *spread* de tasas activa

34 Recuadro basado en el trabajo de Fernando Pérez titulado con el mismo nombre, y que fue presentado en el Seminario de Investigación Económica del BCRP en el mes de mayo de 2023.

35 Canova, F. and De Nicoló, G. (2002). Monetary disturbances matter for business fluctuations in the G-7. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1131-1159.

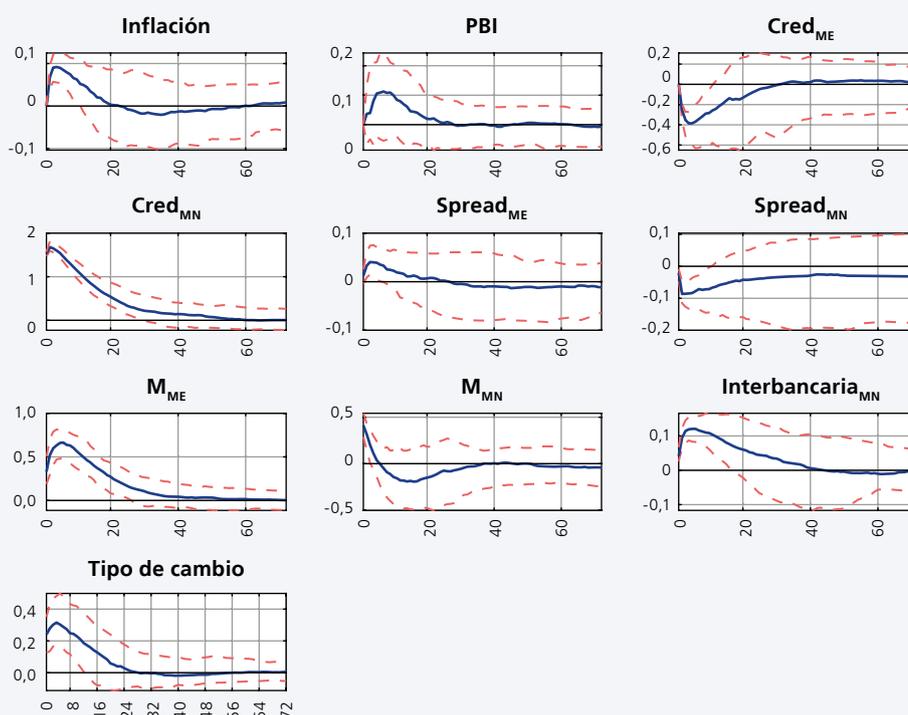
36 Ver Rubio-Ramírez, J. F., Waggoner, D. F. and Zha, T. (2010). Structural vector autoregressions: Theory of identification and algorithms for inference. *Review of Economic Studies*, 77, 665-696.

37 Ver Balke, N. S., Zeng, Z. and Zhang, R. (2021). Identifying credit demand, financial intermediation, and supply of funds shocks: A structural var approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 56, 101375; Buyukbasaran, T., Karasoy-Can, G. and Kucuk, H. (2022). Macroeconomic effects of bank lending in an emerging economy: Evidence from turkey. *Economic Modelling*, 115, 105946.

y pasiva en soles, (vi) *spread* de tasas activa y pasiva en dólares, (vii) crecimiento de la liquidez en dólares, (viii) crecimiento de la liquidez en soles, (ix) tasa de interés interbancaria en soles y (x) variación del tipo de cambio (S/ por US\$). Todas las variables fueron expresadas en variaciones porcentuales interanuales, a excepción de las tasas de interés y *spreads*.

Entre los principales resultados tenemos que los choques macroeconómicos de oferta, demanda y cambiarios, junto con el de política monetaria, producen los efectos habituales, en línea con la evidencia empírica previa. Asimismo, de un lado el choque de oferta de crédito en moneda nacional expande el crédito y la liquidez en soles, reduce el *spread* entre tasas activas y pasivas (margen financiero), produce una caída en el crédito en moneda extranjera, y una expansión de la actividad económica que posteriormente se refleja en un aumento de la inflación y la respuesta del banco central elevando su tasa de interés.

EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE OFERTA DE CRÉDITO EN SOLES*

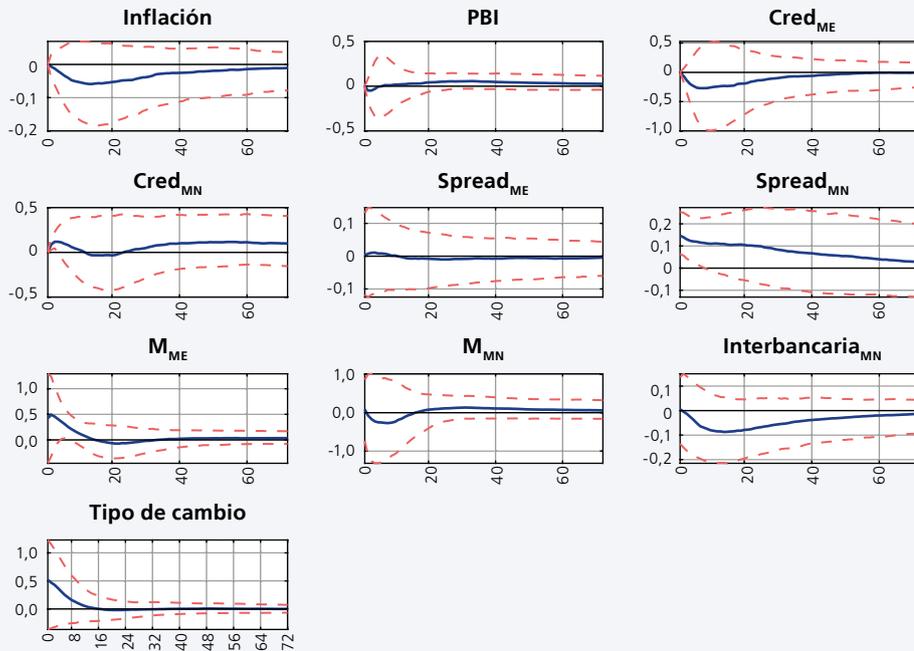


* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

Por su parte, un choque demanda del crédito en moneda nacional produce un aumento en el *spread* de tasas activas y pasivas, y un posterior aumento de la actividad económica.



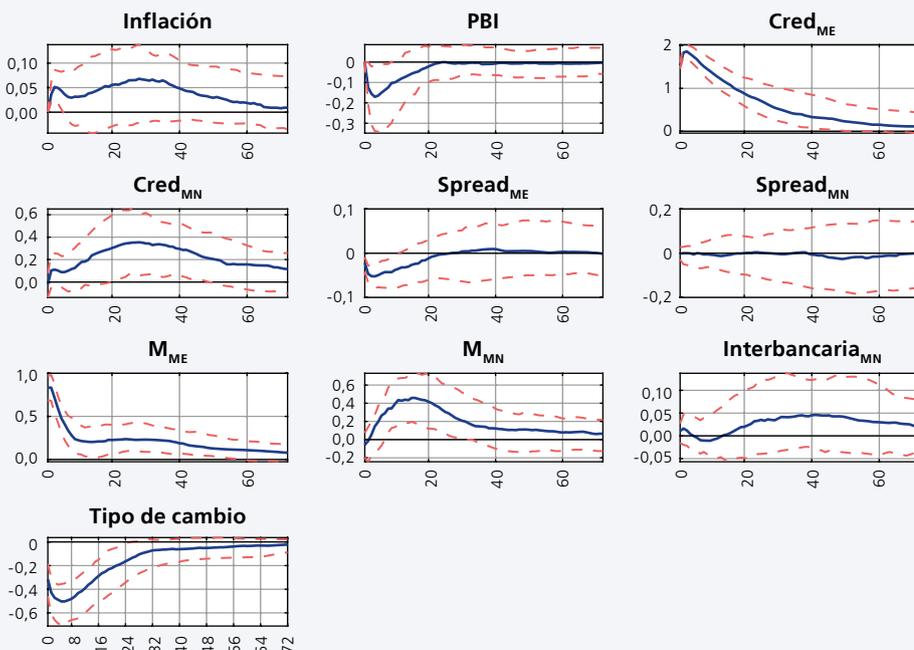
EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE DEMANDA DE CRÉDITO EN SOLES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

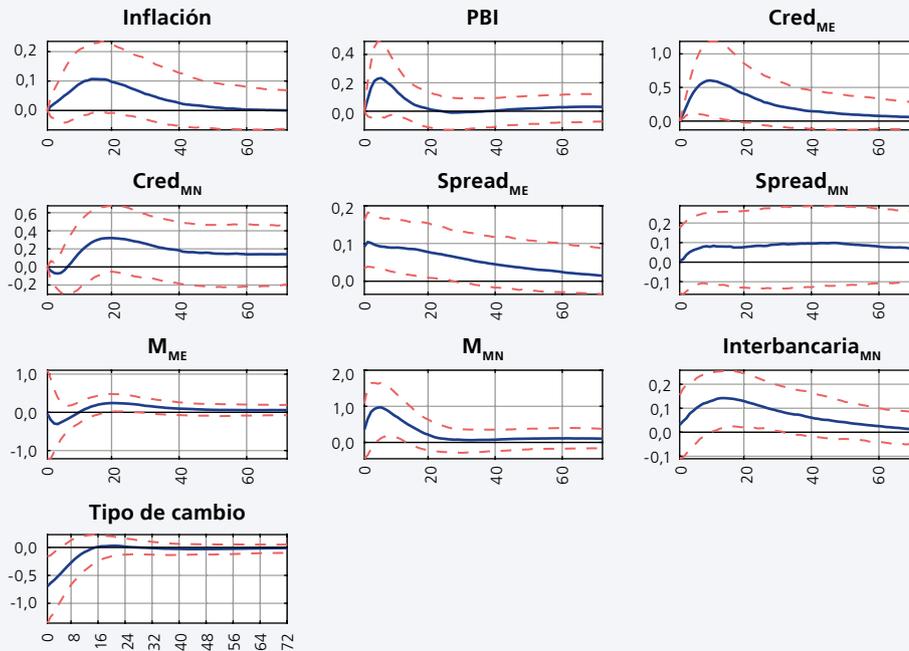
De otro lado, un choque de oferta de crédito en moneda extranjera expande el crédito y la liquidez en dicha moneda, reduce el *spread* entre tasas activas y pasivas, y su efecto en la actividad económica es negativo, dado el aumento de la dolarización y el efecto de hoja de balance. Finalmente, el choque demanda de crédito en moneda extranjera produce también un aumento en *spread* entre tasas activas y pasivas y una expansión de la actividad económica.

EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE OFERTA DE CRÉDITO EN DÓLARES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

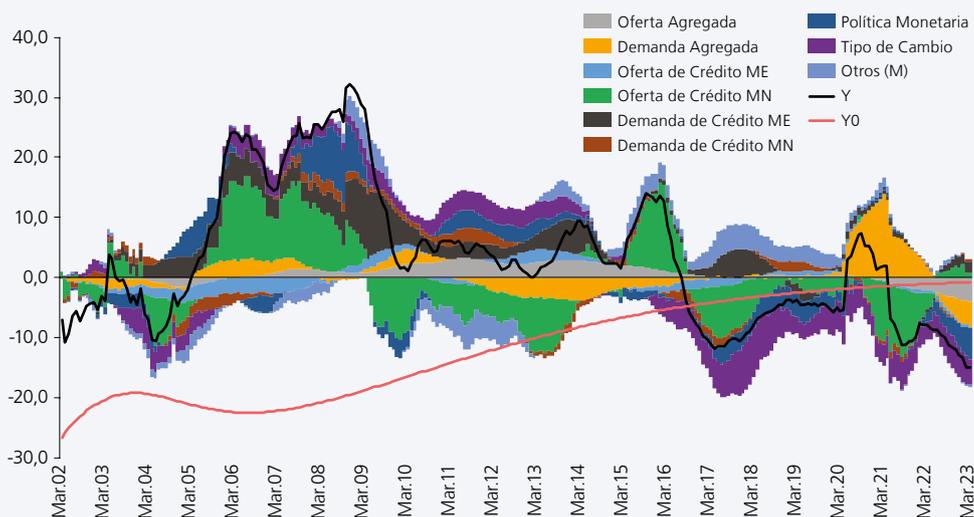
EFFECTOS DINÁMICOS DE UN CHOQUE DE DEMANDA DE CRÉDITO EN DÓLARES*



* Valor mediano e intervalo del 68 por ciento más probable.

La descomposición histórica del crecimiento interanual del crédito en ambas monedas muestra la contribución de los choques de demanda y oferta de crédito previamente mencionados. En particular, la descomposición histórica muestra que la última desaceleración del crédito agregado en moneda nacional se explica por choques de tipo de cambio negativos, choques de oferta y demanda agregada, y también por las acciones de política monetaria asociadas al alza de la tasa de interés (fenómeno observado a nivel global).

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL*

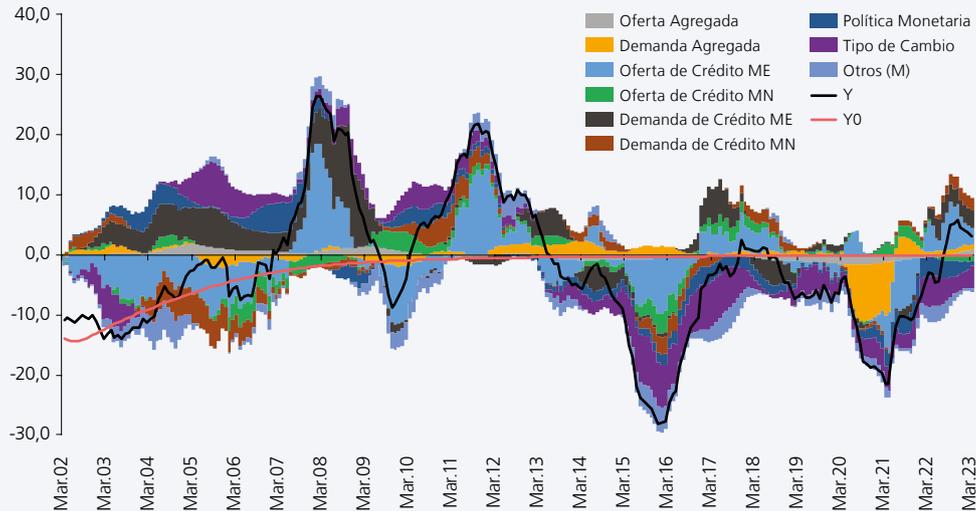


* Se sustrajo el promedio muestral de la variable bajo estudio para fines de presentación.

Por su parte, la descomposición histórica también muestra que la última desaceleración en el agregado crédito en moneda extranjera se explica por choques negativos de oferta de crédito en ambas monedas, así como también por los choques asociados al tipo de cambio.



DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA*



* Se sustrajo el promedio muestral de la variable bajo estudio para fines de presentación.

En conclusión, la evolución del crecimiento del crédito al sector privado, especialmente en moneda nacional, depende de varios factores, tanto macroeconómicos como financieros. En tal sentido, la desaceleración del crédito al sector observada en los últimos meses responde principalmente a factores de demanda y oferta agregada domésticos, así como también, y en menor medida, por las acciones de política monetaria y los factores externos tales como las fluctuaciones del tipo de cambio. Por su parte, el crecimiento del crédito al sector privado en moneda extranjera depende también de factores externos tales como el tipo de cambio, y también la evolución de las tasas de interés internacionales, principalmente en dólares. En suma, la desaceleración del crédito es explicada por distintos factores macroeconómicos más allá del alza de la tasa de interés de política a nivel global, por efectos tanto domésticos como externos.

VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

82. La **inflación** interanual disminuyó de 8,65 por ciento en febrero a 7,89 por ciento en mayo de 2023. Los rubros que más contribuyeron a la variación de la inflación en los últimos doce meses a mayo fueron comidas fuera del hogar, transporte local, carne de pollo, huevos y productos para el cuidado personal. La inflación sin alimentos y energía disminuyó de 5,87 a 5,11 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación también se ubicaron por encima del rango meta, aunque vienen mostrando una tendencia decreciente en lo que va del año.

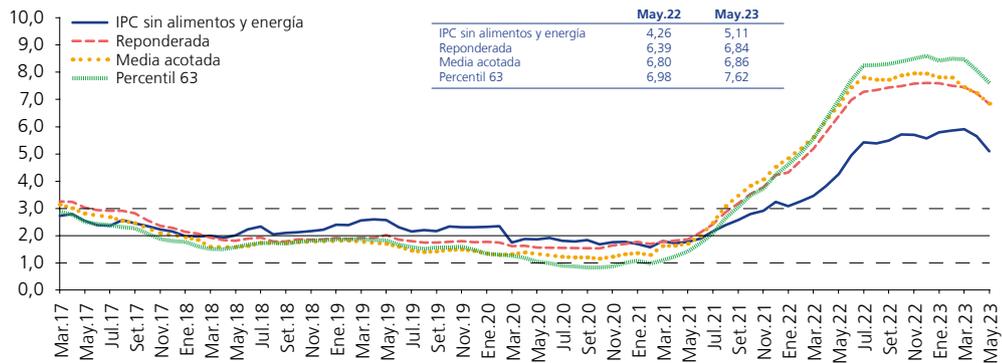
Gráfico 73
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: BCRP.



Gráfico 74
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



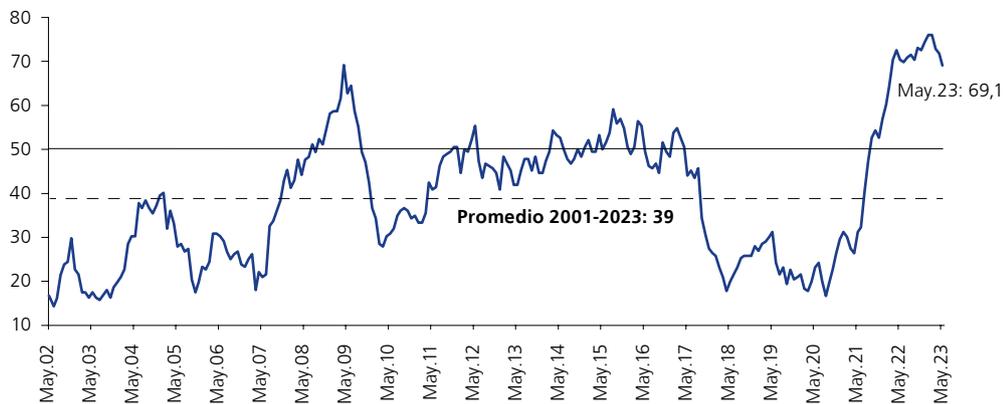
Nota:

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

Fuente: BCRP.

83. De un total de 186 rubros dentro del Índice de Precios del Consumidor, el 69 por ciento registró una variación interanual mayor a 3 por ciento en mayo. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero y ha disminuido en marzo y abril. No se alcanzaba un valor menor a 70 desde febrero de 2022 (64,5 por ciento).

Gráfico 75
PORCENTAJE DE RUBROS DEL IPC CON VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS MAYOR A 3%



	May.22	Jun.22	Jul.22	Ago.22	Set.22	Oct.22	Nov.22	Dic.22	Ene.23	Feb.23	Mar.23	Abr.23	May.23
Índice	70	70	71	72	70	73	73	74	76	76	73	72	69
Número de rubros:													
Rubros con variación mayor a 3%	131	130	132	133	131	136	135	140	143	143	137	135	130
Rubros con variación menor a 3%	55	56	54	53	55	50	51	48	45	45	51	53	58

Fuente: BCRP.

84. Los rubros más ligados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y a los contratos vinculados al Índice de Precios al por Mayor (IPM) contribuyeron con 0,60 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y mayo (2,67 por ciento). Como referencia, en 2022 estos mismos rubros contribuyeron con 2,1 puntos porcentuales a la inflación anual (8,46 por ciento).

Cuadro 33

RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso Base 2009	Var.% 12 m. Dic.21	Contr. Pond.	Peso Base Dic.21	Var.% 12 m. Dic.22	Contr. Pond.	Var.% acum. Ene. May.23	Contr. Pond.
IPC	100,00	6,43	6,43	100,00	8,46	8,46	2,67	2,67
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,06	4,25	0,54	14,58	5,19	0,76	0,48	0,07
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,83	28,52	2,51	7,99	11,40	0,91	8,69	0,71
Vinculados a <i>commodities</i> de alimentos	7,03	21,32	1,35	5,84	15,21	0,89	13,23	0,82
Combustibles	2,79	47,20	1,15	2,15	1,05	0,02	-5,39	-0,11
Rubros relacionados al IPM	1,64	11,57	0,22	1,37	7,90	0,11	1,32	0,02
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95	9,50	0,35	2,62	11,46	0,30	-7,19	-0,19
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,47	13,31	3,63	26,56	7,82	2,08	(2,29)	0,60
Resto	71,54	3,86	2,81	73,44	8,69	6,38	(2,81)	2,07

Fuente: BCRP.

85. En cuanto a la evolución de la inflación durante 2023, en el período comprendido entre los meses de enero y mayo, el nivel general de precios aumentó 2,67 por ciento. Este resultado se explica principalmente por el incremento de los precios del grupo alimentos y bebidas (5,2 por ciento), que contribuyó con 1,87 puntos porcentuales a la inflación del periodo. Este resultado refleja el incremento de los precios de comidas fuera del hogar, carne de pollo, otras frutas frescas, hojas o tallos y hortalizas de raíz o bulbo, los cuales contribuyeron en conjunto con 1,85 puntos porcentuales a la inflación. Por el contrario, se observó una caída en los precios de combustibles y electricidad (-6,4 por ciento), que contribuyeron con -0,30 puntos porcentuales a la inflación.

Cuadro 34
INFLACIÓN

(Variación porcentual interanual)

	Peso	Dic.20	Dic.21	Dic.22	2023	
					May.23-Dic.22*	May.23/May.22
IPC	100,0	1,97	6,43	8,46	2,67	7,89
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	1,76	3,24	5,59	1,48	5,11
a. Bienes	17,4	1,5	2,6	5,3	1,5	4,6
b. Servicios	37,9	1,9	3,6	5,7	1,5	5,4
Educación	8,6	2,0	1,6	3,9	5,8	6,8
Salud	1,5	1,2	2,8	7,3	1,8	7,3
Transporte	9,1	2,5	3,7	12,3	-0,6	8,9
Otros	18,7	1,6	1,7	3,2	0,6	2,7
2. Alimentos y energía	44,7	2,22	10,18	12,02	4,05	11,25
a. Alimentos y bebidas	40,0	2,2	8,0	12,6	5,2	13,1
Alimentos dentro del hogar	24,5	2,9	9,8	14,5	6,4	15,7
Comidas fuera del hogar	15,5	1,0	4,5	9,7	3,3	8,9
b. Combustibles y electricidad	4,8	2,1	24,4	6,8	-6,4	-4,1
Combustibles	2,1	-4,2	47,2	1,0	-5,4	-10,6
Electricidad	2,6	6,7	9,5	11,5	-7,2	1,5

* Variación porcentual acumulada.

Fuente: BCRP.

86. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el período enero-mayo fueron comidas fuera del hogar, carne de pollo, educación, huevos y otras frutas frescas. Entre los rubros con mayor contribución negativa destacan papa, electricidad, combustibles para vehículos, palta y cítricos.



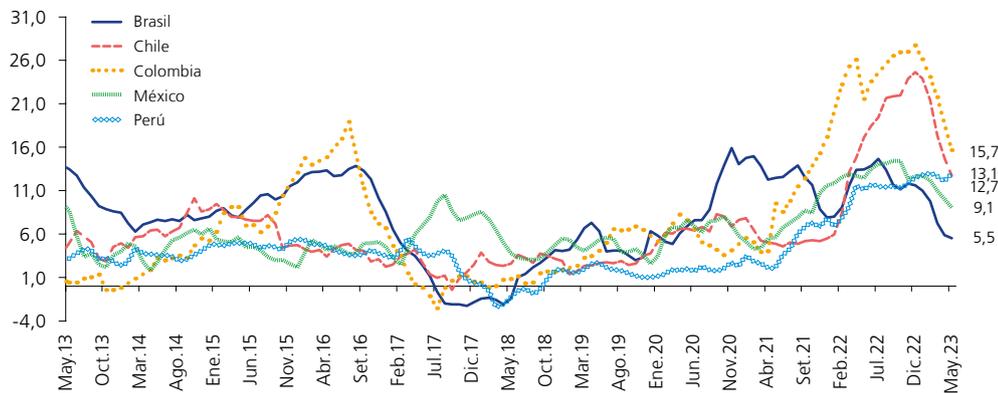
Cuadro 35
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2023

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	3,3	0,52	Papa	0,7	-33,2	-0,42
Carne de pollo	2,7	20,6	0,51	Electricidad	2,6	-7,2	-0,19
Huevos	0,7	28,4	0,27	Combustibles para vehículos	1,1	-7,0	-0,08
Otras frutas frescas	0,6	42,4	0,27	Palta	0,2	-27,2	-0,07
Educación primaria	1,6	10,4	0,15	Cítricos	0,6	-8,0	-0,06
Hojas o tallos	0,2	86,1	0,14	Transporte aéreo internacional	0,5	-7,8	-0,04
Hortalizas de raíz o bulbo	0,5	26,7	0,14	Transporte terrestre nacional	0,3	-16,2	-0,04
Educación secundaria	1,3	10,7	0,13	Pescado fresco marítimo	0,7	-6,2	-0,04
Educación superior	4,3	2,8	0,11	Gas doméstico	0,8	-3,6	-0,03
Tomate	0,2	66,4	0,11	Legumbres frescas	0,2	-11,4	-0,03
Total			2,35	Total			-1,00

Fuente: BCRP.

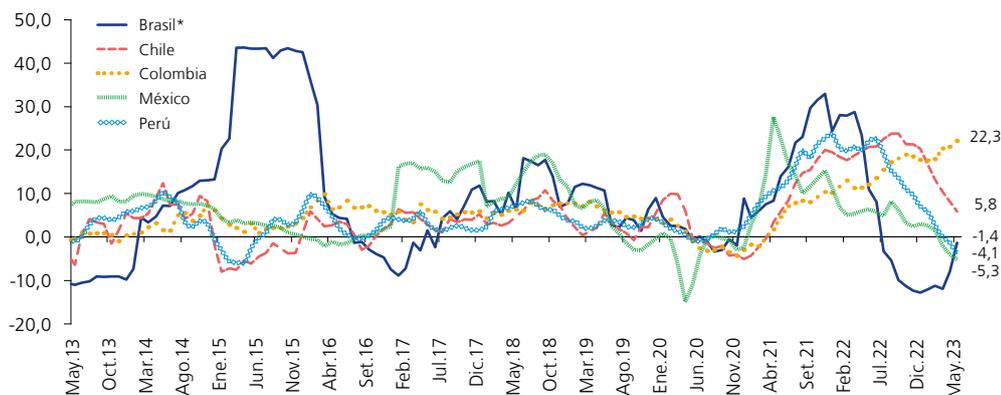
87. En contraste con otros países de la región, en Perú la disminución de la tasa de inflación se da a un menor ritmo, lo cual se atribuye a un aumento más persistente de los precios de los alimentos. Por su parte, la evolución de los precios de energía es similar a la de los otros países.

Gráfico 76
PRECIOS DE ALIMENTOS EN LATINOAMÉRICA
(Var. % 12 meses)



Nota: Los índices de Brasil y Perú incluyen el subgrupo de comidas fuera del hogar.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

Gráfico 77
PRECIOS DE ENERGÍA EN LATINOAMÉRICA
(Var. % 12 meses)



* Corresponde al subgrupo de energía dentro del hogar.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

Alimentos

Los precios de las comidas fuera del hogar aumentaron 3,3 por ciento ante el encarecimiento de los insumos alimenticios y la mayor actividad de los restaurantes tras la normalización de las actividades presenciales. Cabe resaltar que el incremento interanual de los precios de las comidas fuera del hogar a mayo (8,9 por ciento) no ha reflejado en su totalidad el aumento de los precios de los alimentos dentro del hogar en el mismo periodo (15,7 por ciento).

El precio del pollo registró sucesivas alzas entre febrero y abril, ante una disminución de la oferta. La colocación de pollos bebé a nivel nacional, correspondiente a la oferta de esos meses, fue menor en 6 por ciento a la del mismo período de 2022. El abastecimiento a Lima estuvo afectado por los brotes de la influenza aviar, así como por el impacto de las alteraciones climáticas –lluvias e inundaciones en marzo y abril– y los bloqueos de las carreteras, que impidieron la llegada oportuna de insumos. Asimismo, los costos de producción aumentaron ante la menor disponibilidad y encarecimiento de la torta de soya, insumo alimenticio de las aves. Los factores mencionados también impactaron negativamente en el precio de los huevos; la influenza aviar y el aumento de la temperatura incrementaron la mortandad y disminuyeron el rendimiento de las gallinas ponedoras.

El precio del pollo disminuyó posteriormente en mayo, ante el mayor volumen comercializado en los centros de distribución mayorista de Lima Metropolitana (8,2 por ciento con respecto al promedio de abril), aunque sin llegar a recuperar el nivel del año anterior (-16,8 por ciento con respecto a mayo de 2022). En la recuperación de la oferta influyó la aplicación de vacunas a las aves desde marzo y la importación de huevos fértiles. En lo que se refiere a los huevos, el ciclo productivo a partir de la importación de huevos fértiles es más largo que el del pollo (20 semanas), por lo que se espera que la oferta se recupere paulatinamente.

El rubro de otras frutas frescas registró alzas en los precios en febrero y marzo. El abastecimiento de cultivos como la fresa, que procede de los valles de Canta, Huaral y Huaral, disminuyó por las lluvias que arrasaron las cosechas en marzo. El mango fue otro producto afectado por las alteraciones climáticas; las inundaciones de las plantaciones en Piura debido a las lluvias y desbordes de los ríos dificultaron las cosechas.

Los precios de las hortalizas de hojas y tallos, como el apio (hortaliza de tallo) y la lechuga (hortaliza de hoja) también aumentaron por un menor abastecimiento debido a los huaicos e inundaciones ocurridos en marzo y abril, los que destruyeron cultivos en los valles de Lima.

El precio de la cebolla (hortaliza de bulbo) que procede principalmente de Arequipa subió por los mayores costos de comercialización en la presente campaña agrícola, elevados desde la interrupción de carreteras en marzo. También influyó la disminución de las siembras ante el encarecimiento de los costos de producción y el término de la campaña grande, cuyos rendimientos disminuyeron por la variabilidad climática y la menor aplicación de abonos.

El precio del tomate registró alzas en los meses de abril y mayo, en un escenario de menores siembras en Lima, principal lugar de procedencia de este producto. El alza también respondió a la menor oferta del producto de mejor calidad ante la menor aplicación de fertilizantes, las lluvias e inundaciones en marzo, y a la intermitencia de las temperaturas que ha afectado la producción del cultivo entre abril y mayo.

El precio de la papa registró sucesivas disminuciones a lo largo del período acumulando una variación negativa de -33,2 por ciento. Las lluvias en febrero y marzo llevaron a acelerar las cosechas en la sierra central, principalmente en Junín. Si bien las siembras en la presente





campana decrecieron en esa región, las menores anomalías en la temperatura a partir de abril contribuyeron a aumentar las cosechas. También se registraron mayores envíos desde Ayacucho y Arequipa.

Los precios de los cítricos disminuyeron en abril y mayo, lo que reflejó principalmente la rebaja del precio del limón (-17,9 por ciento) ante la recuperación del abastecimiento procedente del norte del país: este cultivo estuvo afectado en marzo por las alteraciones climáticas relacionadas al Niño Costero (altas temperaturas, fuertes lluvias e inundaciones).

Servicios

La educación primaria subió 10,4 por ciento por el incremento en las matrículas correspondientes al inicio del año lectivo, y el incremento de las pensiones ante el retorno de las clases presenciales diarias. En el 2022 las clases presenciales se realizaron solo en algunos días de la semana, y se complementaron con clases virtuales. De manera similar, los rubros de educación secundaria y superior también subieron 10,7 y 2,8 por ciento, respectivamente.

Energía

Las tarifas de electricidad disminuyeron 7,2 por ciento en lo que influyó el reajuste en febrero que comprendió la reducción de la prima por recursos energéticos renovables (RER), como consecuencia de un mayor precio *spot*. La rebaja también respondió al ajuste trimestral del precio a nivel de generación y de los cargos adicionales cobrados en el componente de transmisión principal. También influyó el menor recargo por concepto del Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE).

Posteriormente, las tarifas disminuyeron en abril ante el impacto de la disminución del tipo de cambio en los precios de transmisión y distribución. En el mes de mayo se registró una nueva rebaja, en lo que influyó no solo el impacto del menor tipo de cambio, sino, también la aplicación de los mecanismos de compensación que resultan de las diferencias entre el precio a nivel de generación, definido ex ante por OSINERGMIN y los precios realizados de los contratos de licitación.

Por su parte, los precios de los combustibles para vehículos disminuyeron 7,0 por ciento, lo que refleja el menor precio de los gasoholes, en línea con los menores precios internacionales del petróleo (-6,3 por ciento).

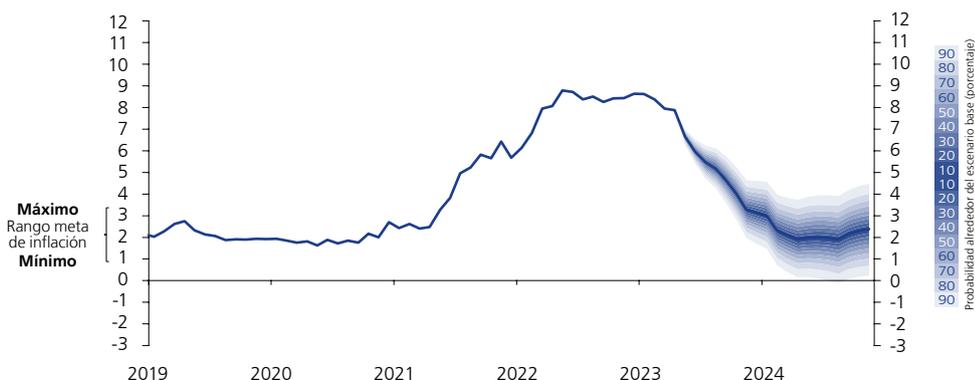
Proyecciones

88. El BCRP adopta acciones de política monetaria 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.

Se espera que la tasa de inflación alcance un nivel de 3,3 por ciento a fines de 2023, lo cual implica una revisión al alza respecto a lo esperado en el Reporte de marzo (3,0 por ciento). La revisión se debe al efecto de los eventos climáticos adversos y la gripe aviar sobre los precios de alimentos como pollo, huevos, frutas frescas, hortalizas y comidas fuera del hogar. La inflación se reducirá en el horizonte de proyección, retornará al rango meta en los primeros meses de 2024 y cerrará el año en 2,4 por ciento.

La proyección actual 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 el que la actividad económica se ubica cerca de su nivel potencial, las condiciones financieras se mantienen restrictivas y las expectativas de inflación muestran una tendencia decreciente hacia el rango meta.

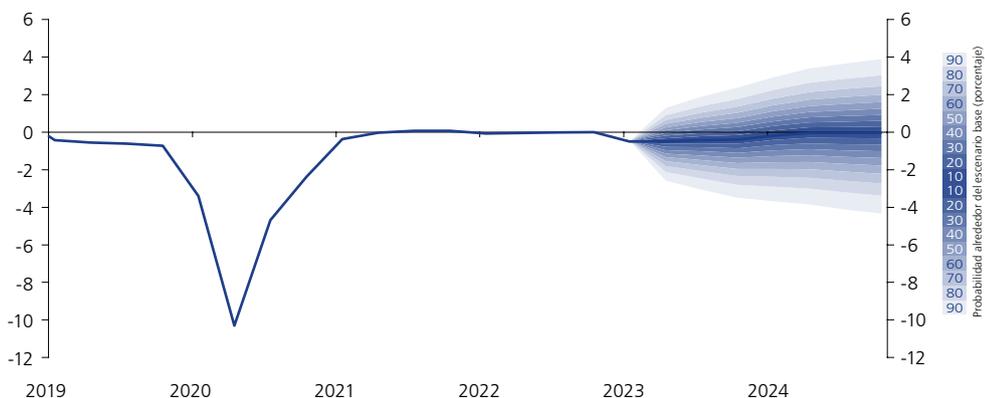
Gráfico 78
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2023-2024
(Variación porcentual últimos doce meses)



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

89. La menor confianza empresarial registrada al cierre del año pasado y en la primera mitad del presente se irá recuperando hacia fines del horizonte de proyección; por otro lado, se espera que los precios de nuestras exportaciones se mantengan por encima de los niveles de prepandemia. Con ello se espera que la brecha de producto se ubique en valores cercanos a cero en el horizonte de proyección.

Gráfico 79
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2023-2024
(Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)

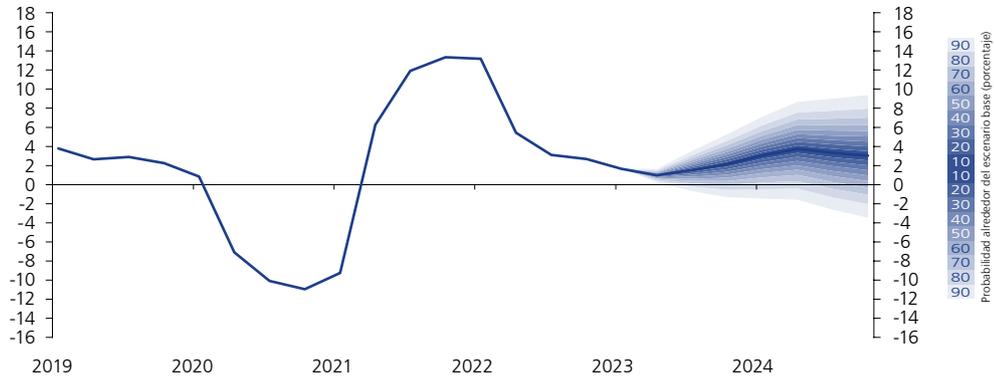


Nota: Este *Fanchart* presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la brecha del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas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



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

Gráfico 80
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2023-2024
 (Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)



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

91. 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 4,90 y 6,00 por ciento para 2023 (entre 4,0 por ciento y 5,5 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo 2023), y entre 3,0 y 4,0 por ciento para 2024 (entre 3,0 por ciento y 4,0 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo 2023). Las expectativas de inflación a 12 meses en mayo de 2023 descendieron a 4,21 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 81
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
 (Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 36
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
 (En porcentaje)

	RI Dic.22	RI Mar.23	RI Jun.23*
Sistema Financiero			
2023	4,60	5,00	4,90
2024	3,50	3,50	3,50
Analistas Económicos			
2023	4,20	4,00	4,90
2024	3,00	3,00	3,00
Empresas No Financieras			
2023	4,50	5,50	6,00
2024	4,00	4,00	4,00

* Encuesta realizada al 31 de mayo.
 Fuente: BCRP.

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se reduzcan en 6,6 por ciento en 2023, principalmente por la reducción en los precios del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y soya. Para 2024 se espera una reducción de 0,6 por ciento en los precios de estos productos. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de mayo muestran niveles entre S/ 3,70 y S/ 3,80 para 2023, y entre S/ 3,75 y S/ 3,80 para 2024.

Cuadro 37
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (En soles por dólar)

	RI Dic.22	RI Mar.23	RI Jun.23*
Sistema Financiero			
2023	3,90	3,85	3,80
2024	3,90	3,85	3,75
Analistas Económicos			
2023	4,00	3,85	3,70
2024	4,00	3,92	3,80
Empresas No Financieras			
2023	3,95	3,90	3,80
2024	3,96	3,90	3,80

* Encuesta realizada al 31 de mayo.
 Fuente: BCRP.

Se prevé que los efectos mencionados anteriormente contribuyan a que la inflación retorne al rango meta, en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

93. Se incrementa el sesgo al alza en el balance de riesgos de la proyección de inflación respecto al Reporte de marzo sustentado en los siguientes choques:





- **Choques de demanda interna**

De suscitarse nuevos episodios de inestabilidad política y conflictividad social, así como la ocurrencia de fenómenos naturales; se deterioraría las perspectivas de crecimiento del consumo y de la inversión privada, y se retraería la ejecución del gasto público. El menor gasto de inversión tanto pública como privada conduciría a una menor acumulación de capital y, por tanto, a un menor crecimiento potencial. Adicionalmente, la incertidumbre doméstica motivaría un incremento de la prima por riesgo que gatillaría una depreciación de la moneda local.

Por lo tanto, este escenario contingente produciría en el muy corto plazo una mayor inflación asociada a la depreciación del sol. Sin embargo, en el mediano plazo se prevé que la menor demanda persista y motive un menor incremento de la inflación. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al Reporte previo.

- **Choques de demanda externa**

Subsiste el riesgo de una desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros principales productos de exportación (demanda externa). Este escenario contingente podría generarse por: (i) condiciones financieras internacionales más restrictivas por crisis bancarias en países desarrollados o por un retiro más acelerado del estímulo monetario en las economías avanzadas, debido a sus esfuerzos por controlar la inflación y su posible impacto sobre las expectativas de inflación; (ii) mayores tensiones geopolíticas; (iii) nuevas interrupciones en las cadenas globales de suministros (guerra tecnológica entre China y Estados Unidos y tensiones comerciales entre la Unión Europea y Estados Unidos); (iv) el impacto de la inflación sobre el consumo; y (v) la probable desaceleración del crecimiento económico de China. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al Reporte de Inflación de marzo.

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

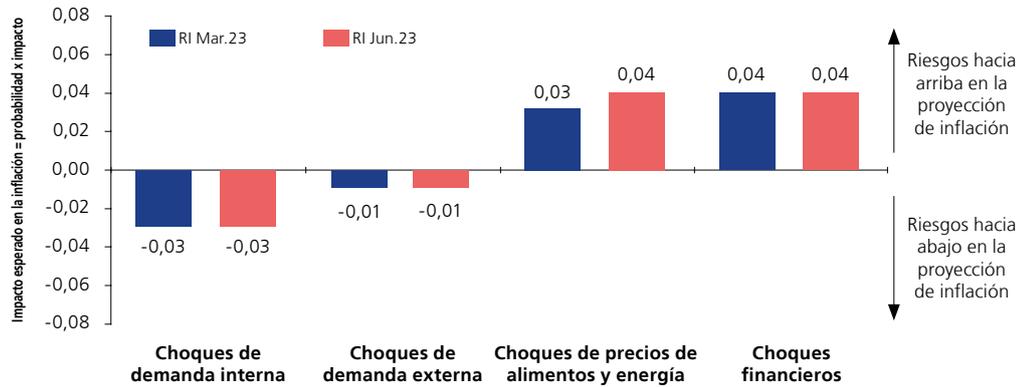
Las tensiones geopolíticas en Europa del Este y en China se mantienen, con un riesgo moderado de intensificación, lo que aún genera temores de escasez global de alimentos y energía. Asimismo, las recientes tensiones comerciales entre Estados Unidos, China y otras economías podrían generar nuevos riesgos de ruptura de cadenas de suministros. Por otro lado, nuevos episodios de inestabilidad política y de conflictividad social, así como la ocurrencia de fenómenos naturales de relativa intensidad podrían interrumpir el desarrollo de algunas actividades económicas, el traslado de bienes perecibles y el abastecimiento de los mercados internos. Estos potenciales eventos podrían traducirse en mayores precios de los combustibles, alimentos, fertilizantes y costos de transporte. El impacto esperado de este riesgo se ha incrementado respecto a lo previsto en marzo.

- **Choques financieros**

La mayor velocidad del retiro anticipado del estímulo monetario en las economías avanzadas, un menor crecimiento económico global y el aumento en la aversión al riesgo por la mayor volatilidad financiera en los países desarrollados podrían generar episodios de salida de capitales. Por el lado doméstico, nuevos episodios

de incertidumbre política y conflictividad social podrían incrementar el riesgo país y amplificar la salida de capitales. Estos factores, sumados a la mayor volatilidad en los mercados financieros, podrían generar presiones al alza del tipo de cambio, contribuyendo así a una mayor inflación. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al Reporte de marzo.

Gráfico 82
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN



Fuente: BCRP.



Recuadro 6 TENDENCIAS RECIENTES DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS RESIDENCIALES EN LA REGIÓN

Los indicadores globales de precios de la energía se han reducido en los últimos meses con respecto a los niveles máximos que alcanzaron en 2022, presionados por la guerra entre Rusia y Ucrania. El descenso de estos indicadores obedecería en parte a menores previsiones de crecimiento global, y se estaría comenzando a trasladar a las tarifas que pagan los usuarios residenciales por la energía. Este Recuadro presenta la evolución de las tarifas eléctricas para usuarios residenciales en el Perú y en otros países de la región (Colombia, México, Bolivia, Chile, Uruguay y Brasil).³⁸

Los principales combustibles fósiles que se utilizan para la generación de energía eléctrica en el mundo son el gas natural, el carbón y el petróleo³⁹. Si bien el petróleo se usa cada vez menos, sigue marcando el precio de la electricidad en hora pico. En los dos últimos años (de mayo de 2021 a abril de 2023), el índice del precio de gas natural, que sigue principalmente al precio del gas en Europa, se elevó sostenidamente, sobre todo a partir de febrero de 2022 por la guerra entre Rusia y Ucrania. Tras ello, desde agosto de 2022, el precio del gas natural ha registrado una tendencia gradual decreciente hasta posicionarse por debajo de la media de los últimos 5 años. De acuerdo con las proyecciones del Banco Mundial, se prevé que el precio del gas natural en Europa mantenga su tendencia decreciente en 2023 y 2024 (-52,9 y -10,5 por ciento para fines de 2023 y 2024, respectivamente).

ÍNDICE DE PRECIO DEL GAS NATURAL (2010=100)



Fuente: Precios de *commodities* del Banco Mundial (The Pink Sheet).

Por su parte, el precio del petróleo crudo (Brent, WTI y Dubái) llegó en junio de 2022 a niveles de hasta de 1,7 veces la media de los últimos 5 años. A partir de esa fecha, el precio del crudo del

38 Para el análisis, se utiliza el rubro de electricidad del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cada país. La participación del rubro de electricidad dentro del IPC en estos países varía entre 1,5 y 4,3 por ciento.

39 Por ejemplo, según Amber Energy (Reino Unido), al cierre de 2022 las fuentes eólicas y solares alcanzaron el 22 por ciento del parque generador en la Unión Europea, seguidas por el gas (20 por ciento) y por el carbón (16 por ciento).

petróleo exhibe una tendencia en general decreciente. Según las proyecciones del Banco Mundial, también se prevé que este precio caiga 15,9 por ciento a fines de 2023 (las proyecciones del BCRP muestran también una tendencia decreciente para el precio del petróleo).

PRECIO PROMEDIO MENSUAL DEL PETRÓLEO CRUDO (BRENT, WTI Y DUBÁI)
(US\$ por barril)



Fuente: Precios de *commodities* del Banco Mundial (The Pink Sheet).

La tendencia decreciente de los precios globales de estas fuentes de energía se trasladaría a través de diferentes mecanismos a las tarifas eléctricas residenciales de países de Latinoamérica, aunque en plazos heterogéneos por los distintos mecanismos de regulación.

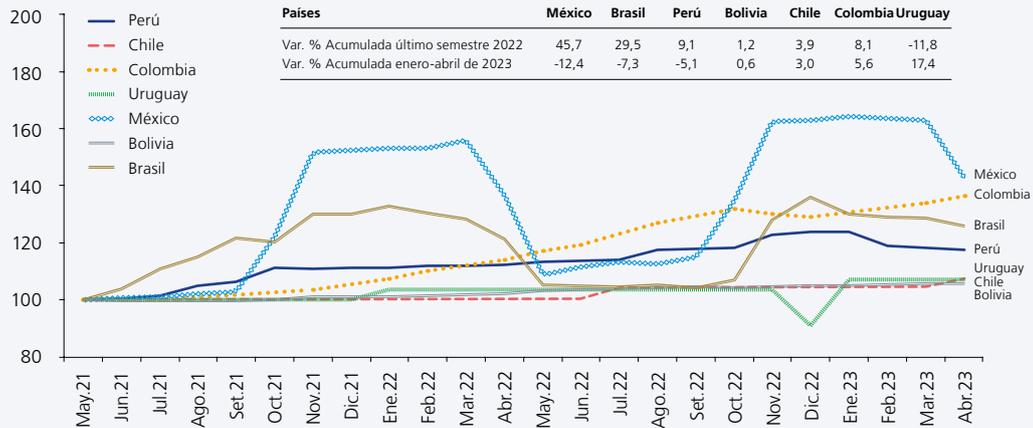
Durante el segundo semestre de 2022 la mayoría de los países de la muestra de la región registró un incremento de tarifas eléctricas. No obstante, en los primeros meses de 2023 se observa una caída de las tarifas eléctricas en varios países de la región y una desaceleración en otros.

Por ejemplo, México reportó el aumento más alto con 45,7 por ciento durante el segundo semestre de 2022, seguido por Brasil con 29,5 por ciento. En Perú el alza fue de 9,1 por ciento, y en Colombia, 8,1 por ciento. Las tarifas aumentaron en menor medida en Chile, con 3,9 por ciento, y Bolivia, con 1,2 por ciento. El único país que reportó una caída fue Uruguay, con 11,8 por ciento. En cambio, entre diciembre de 2022 y abril de 2023, el índice de tarifas de electricidad de México, Brasil y Perú cayó en 12,4 por ciento, 7,3 por ciento y 5,1 por ciento, respectivamente. En el caso de México, si bien hay un componente estacional de reducción de tarifas en los primeros meses del año, las tarifas en abril de 2023 aumentaron 4,3 por ciento con respecto al mismo mes de 2022. En Brasil la reducción está relacionada con mejores condiciones climáticas que permiten la mayor oferta de electricidad por parte de las hidroeléctricas. En Perú, la apreciación cambiaria contribuyó a la reducción de tarifas eléctricas residenciales, junto con una menor prima por recursos eléctricos renovables (RER) y a un menor cargo para cubrir el subsidio para el Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE).

Por su parte, en el caso de países como Uruguay, Colombia, Chile y Bolivia, durante similar periodo aún se registraron alzas de 17,4 por ciento, 5,6 por ciento, 3 por ciento y 0,6 por ciento, respectivamente, pero menores a las observadas en el segundo semestre de 2022.



TARIFAS ELÉCTRICAS RESIDENCIALES (Índice mayo 2021=100)



Fuente: Institutos de Estadística de cada país y distribuidoras de las capitales de cada país.

Por otro lado, en países desarrollados como Reino Unido, España, Estados Unidos y Alemania también se observan tendencias similares. Reino Unido, en el último semestre de 2022, registró un aumento de las tarifas eléctricas de 17,2 por ciento, pero descendieron 1,2 por ciento en el primer cuatrimestre de 2023. En Estados Unidos, las tarifas pasaron de un aumento de 5,9 por ciento a una caída de 0,4 por ciento entre dichos períodos. Por su parte, España reportó una caída de sus tarifas, tanto en el segundo semestre de 2022 (-27,5 por ciento) como en los primeros cuatro meses de 2023 (-16,9 por ciento).

En conclusión, a nivel global se observa una reversión de las presiones que impulsaron al alza los precios de la energía. A su vez, el descenso de los indicadores de precios internacionales de la energía se está traduciendo en una reducción de las tarifas eléctricas para los usuarios residenciales, lo cual contribuye a la disminución de la tasa de inflación en diversos países, incluido Perú.