



REPORTE DE INFLACIÓN

Marzo 2022

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2022-2023**



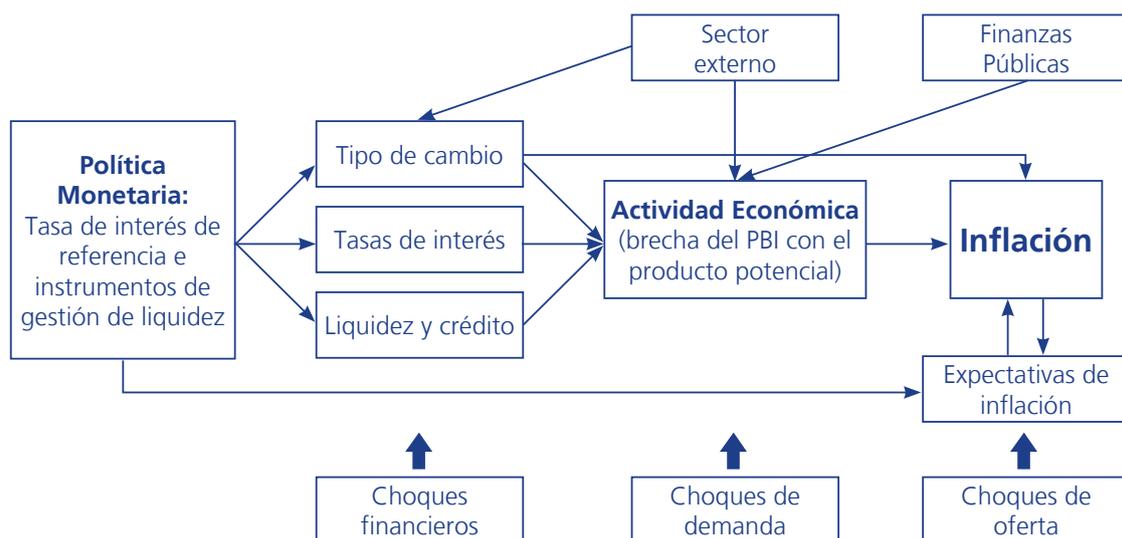
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

100 AÑOS | 1922 - 2022

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2022-2023

Marzo 2022



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 2022-2023

Marzo 2022

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Perspectivas de la economía global	22
- Mercados financieros internacionales.....	23
- Precios de los <i>commodities</i>	27
II. Balanza de pagos	45
- Cuenta corriente.....	45
- Términos de intercambio.....	49
- Financiamiento externo.....	52
III. Actividad económica	58
- PBI sectorial	58
- PBI gasto.....	65
- Evolución del mercado laboral.....	79
IV. Finanzas públicas.....	94
- Ingresos corrientes	96
- Gastos no financieros.....	97
- Postura fiscal.....	99
- Financiamiento y deuda	99
V. Política monetaria y condiciones financieras	103
- Acciones de política monetaria.....	103
- Mercado cambiario	121
- Liquidez.....	128
- Crédito al sector privado	131
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	140
- Evolución reciente de la inflación	140
- Proyecciones.....	144
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	147

Recuadros

1. El conflicto entre Rusia y Ucrania: canales de transmisión sobre la economía global.....	37
2. Observaciones empíricas de la pandemia del COVID-19 durante la ola ómicron.....	42
3. Comercio exterior con Rusia y Ucrania.....	55
4. Indicadores de empleo	84
5. Conflictos y actividad minera.....	88
6. La respuesta de política monetaria ante choques de oferta	137
7. Fertilizantes: contexto internacional, impacto local e implicancias	149
8. Cambio del periodo base para el cálculo de la inflación	154

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2021 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a enero de 2022 de la balanza comercial, del PBI mensual y de las cuentas monetarias; y a febrero de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde el año 2003 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de 2020 se realizaron modificaciones a la tasa de referencia fuera de este calendario ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2022-2023 que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 10 de marzo de 2022.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 17 de junio de 2022.



Resumen

- i. Desde fines de 2021, se ha registrado un menor dinamismo en la actividad en la mayoría de las principales economías del mundo, debido a las restricciones ante el aumento de contagios por la variante ómicron y el incremento de la inflación. Para el año, se prevé que persistan las disrupciones en la cadena de suministros y los altos precios de la energía, así como un retiro más acelerado del estímulo monetario en las principales economías desarrolladas. Por su parte, el conflicto entre Rusia y Ucrania ha elevado la incertidumbre sobre la evolución de la economía global, donde ya se observa el impacto directo sobre los precios del petróleo, gas natural y granos. Ante ello, la **economía mundial** crecería a 3,8 y 3,2 por ciento en 2022 y 2023, respectivamente, menor a lo proyectado en el Reporte previo (4,3 y 3,4 por ciento).
- ii. En 2021 los **términos de intercambio** se expandieron 11,8 por ciento, en un escenario en donde los precios de exportación continuaron favorecidos por la recuperación económica mundial, mientras que los de importación se incrementaron debido a los choques que vienen afectando los mercados de los combustibles y energía, a lo que se ha sumado los problemas en la cadena de suministros. Los términos de intercambio se mantendrían en niveles elevados con variaciones porcentuales moderadas en 2022 (-1,4 por ciento) y 2023 (0,6 por ciento). Sin embargo, se registrarían mayores incrementos de precios de exportación (6,6 por ciento) e importación (8,1 por ciento) en 2022, generando presiones al alza en la inflación por el segundo componente. Hacia 2023, se prevé una gradual recuperación del abastecimiento del gas y una reducción del precio del petróleo respecto al año previo. Sin embargo, los precios internacionales de insumos de alimentos se mantendrían elevados.
- iii. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** de 2021 registró un déficit de 2,7 por ciento del PBI, igual al promedio histórico de los últimos 40 años (-2,7 por ciento). El déficit del año respondió a: (i) el aumento de las importaciones de bienes, reflejo del incremento de los precios de insumos y la recuperación de la demanda interna; (ii) las mayores utilidades de empresas con inversión directa extranjera en el país; y (iii) los pagos al exterior más elevados por fletes internacionales. Se proyecta que el déficit de cuenta corriente se reduzca a 1,6 por ciento del PBI en 2022 debido a un mayor superávit comercial de bienes, impulsado por precios de exportación más altos, y menores utilidades de empresas de Inversión Directa Extranjera (IDE). En 2023 el déficit continuaría reduciéndose, esta vez a 0,6 por ciento del producto, con el inicio de la corrección de los precios de los fletes, que reduciría el déficit de servicios, así como por el continuo incremento del superávit en la balanza comercial de bienes.
- iv. La **actividad económica** se incrementó en 13,3 por ciento en 2021, con lo cual superó en 0,8 por ciento al nivel observado en 2019. Este resultado se explica por la flexibilización de las restricciones sanitarias y el avance en la vacunación masiva de la población objetivo, en un contexto de estímulo fiscal y una política monetaria expansiva. Durante la segunda mitad del año la actividad se desaceleró debido a un menor efecto estadístico y a la mayor incertidumbre política, lo cual deterioró las expectativas sobre el futuro de la economía. Con ello, la inversión privada creció a un ritmo menor. En tanto, el gasto público se contrajo en el último trimestre debido principalmente a la menor ejecución de la inversión.





Para 2022 y 2023 se espera un crecimiento de 3,4 y 3,2 por ciento, respectivamente con una mayor contribución relativa de las exportaciones netas, a diferencia de 2021 donde se registró un mayor crecimiento relativo de la demanda interna. Estas proyecciones asumen un entorno favorable para el ambiente de negocios y en el que se preserva la estabilidad macroeconómica y financiera, lo cual impulsaría la ejecución de proyectos de inversión y la creación de nuevos puestos de trabajo. Asimismo, el escenario central incorpora un menor estímulo monetario a nivel local y global, recuperación de la confianza empresarial y del consumidor, normalización de los hábitos de gasto y recuperación de los sectores con mayor grado de interacción física tras la vacunación masiva de la población y una mejora del escenario de pandemia.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses se ubicó en 2,4 por ciento del producto a febrero de 2022, con lo cual se cuentan doce meses consecutivos de reducción del déficit fiscal, luego de la tendencia creciente observada en 2020 producto de la pandemia. Esta evolución es reflejo del incremento de los ingresos corrientes del Gobierno General por la recuperación de la actividad económica y los mayores precios de *commodities*, así como de los menores gastos no financieros por el término de las medidas extraordinarias de gasto adoptadas para enfrentar la emergencia sanitaria y para reactivación. En 2022 el déficit cerraría en 2,5 por ciento del producto para luego reducirse a 2,2 por ciento en 2023.

La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero bajaría de 36,1 a 35,2 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, para finalmente ubicarse en 34,8 por ciento al final del horizonte de proyección. Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumentaría de 21,9 a 22,4 por ciento del PBI entre 2021 y 2022 y representaría el 23,0 por ciento del producto en 2023.

- vi. En los primeros meses de 2022 el Directorio del BCRP continuó con la normalización de la posición de política monetaria iniciada en agosto de 2021. Así, el Directorio del BCRP decidió elevar la **tasa de interés de referencia** de la política monetaria hasta 4,00 por ciento a marzo de 2022, acumulando a la fecha ocho incrementos en total. La tasa de interés real de referencia es ligeramente positiva (0,25 por ciento en marzo de 2022), luego de haber alcanzado un mínimo histórico en agosto de 2021.

El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 56,7 mil millones al cierre de diciembre de 2021 a S/ 50,5 mil millones al 14 de marzo de 2022. Este saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 5,8 por ciento del PBI, del cual S/ 34,8 mil millones corresponden al monto liquidado de repos de cartera de crédito con garantía estatal. En términos comparativos, el saldo total es 6,4 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,6 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. El **crédito al sector privado** se aceleró desde una tasa de expansión de 2,8 por ciento en setiembre de 2021 a una tasa interanual de 6,2 por ciento en enero de 2022. Tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020 y otra similar caída en 2021 debido a una fuerte recuperación de la actividad económica, en 2022 y 2023 se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento a 4,5 y 5,5 por ciento, respectivamente.

- viii. La **inflación** interanual aumentó a 6,15 por ciento en febrero, desde 5,66 por ciento en noviembre, impulsada por el mayor precio de los alimentos con alto contenido importado, los combustibles; así como por la depreciación del sol. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 2,91 a 3,26 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican por encima del rango meta, aunque se observa cierta moderación en su dinámica entre los meses de enero y febrero.

A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la recuperación gradual de la actividad económica, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta a inicios del segundo trimestre de 2023 y converja hacia su valor central hacia fines del horizonte de proyección. Esta proyección asume la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente, y donde continúa el retiro gradual del estímulo monetario y las expectativas de inflación retornan al centro del rango meta en los siguientes meses.

- ix. Dado los recientes eventos de conflicto internacional, se ha elevado el sesgo al alza en la proyección de inflación. Los riesgos en la proyección consideran principalmente las siguientes contingencias: (i) incremento en los precios internacionales de los alimentos y combustibles debido a los problemas de producción y abastecimiento; (ii) persistencia de la inflación a nivel mundial y su posible impacto sobre las expectativas de inflación y sobre el crecimiento económico mundial; (iii) un menor nivel de actividad local de no recuperarse la confianza empresarial y del consumidor y (iv) presiones al alza del tipo de cambio y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de salidas de capitales en economías emergentes o aumento de la incertidumbre política.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2021	2022 ^{1/}		2023 ^{1/}	
		Ri Dic.21	Ri Mar.22	Ri Dic.21	Ri Mar.22
Var. % real					
1. Producto bruto interno	13,3	3,4	3,4	3,2	3,2
2. Demanda interna	14,4	3,0	3,0	3,0	3,0
a. Consumo privado	11,7	4,0	4,1	3,5	3,5
b. Consumo público	10,7	1,5	1,5	2,0	2,0
c. Inversión privada fija	37,6	0,0	0,0	2,0	2,0
d. Inversión pública	23,7	4,5	4,0	1,6	1,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	14,0	7,5	7,5	7,6	7,6
4. Importaciones de bienes y servicios	18,8	5,6	5,6	6,7	6,7
5. Crecimiento del PBI Mundial	5,7	4,3	3,8	3,4	3,2
Nota: Brecha del producto ^{2/} (%)	-3,7	-5,5 ; 0,5	-5,5 ; 0,5	-5,0 ; 1,0	-5,0 ; 1,0
Var. %					
6. Inflación	6,4	2,9	3,6	2,1	2,1
7. Inflación esperada ^{3/}	3,5	3,5	3,9	2,9	3,0
8. Depreciación esperada ^{3/}	12,1	2,7	-3,5	1,6	-0,3
9. Términos de intercambio	11,8	-1,5	-1,4	-0,7	0,6
a. Precios de exportación	30,3	2,1	6,6	-0,6	-0,9
b. Precios de importación	16,6	3,6	8,1	0,0	-1,5
Var. %					
10. Circulante	16,0	3,0	3,0	1,5	1,5
11. Crédito al sector privado	4,4	3,5	4,5	5,5	5,5
% PBI					
12. Inversión bruta fija	25,3	24,3	24,6	24,0	24,1
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,7	-1,3	-1,6	-0,8	-0,6
14. Balanza comercial	6,6	6,6	6,7	6,4	6,8
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	-7,5	-0,1	-0,4	-0,2	0,0
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	21,0	20,6	20,7	20,6	20,7
17. Gastos no financieros del Gobierno General	22,3	21,8	21,8	21,4	21,3
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-2,6	-2,8	-2,5	-2,4	-2,2
19. Saldo de deuda pública total	36,1	35,9	35,2	35,6	34,8
20. Saldo de deuda pública neta	21,9	23,7	22,4	24,4	23,0

Ri: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2021 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

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

I. Sector externo

1. La recuperación de la actividad económica mundial se ha visto limitada por una serie de factores reseñados en el Reporte de Inflación de diciembre y cuya persistencia, en algunos casos, ha excedido las previsiones iniciales. Por ejemplo, se estima que los choques en la cadena de suministro podrían continuar afectando el crecimiento mundial durante el segundo semestre de 2022 e incluso durante 2023.

Asimismo, los altos precios de la energía, en particular del gas y el petróleo, han tenido una tendencia al alza mayor a la prevista, apoyados por el conflicto entre Rusia y Ucrania y por el débil incremento de la oferta en los principales países productores de petróleo. Se asume que los precios de la energía permanecerían altos, y por encima de lo previsto en el Reporte de diciembre, básicamente durante el segundo trimestre del año.

Estos choques de oferta, sumado al dinamismo de la demanda privada y a los estímulos fiscales, se han reflejado en mayores presiones inflacionarias a nivel global y han incrementado las expectativas de un retiro más agresivo de los estímulos monetarios por parte de los principales bancos centrales.

En el aspecto epidemiológico, el incremento de contagios asociados a la nueva variante ómicron llevó a la aplicación de restricciones a la movilidad y afectó el crecimiento entre fines de 2021 e inicios de este año. Sin embargo, desde febrero se registra una caída significativa en el número de nuevos contagios, lo que ha llevado al levantamiento de restricciones en varias economías desarrolladas.

Estos desarrollos han llevado a una revisión, de 4,3 por ciento a 3,8 por ciento, en las proyecciones de crecimiento global para 2022; se prevén menores tasas de crecimiento para Estados Unidos, Eurozona, China, Brasil y Rusia, entre otros países, que se compensarían parcialmente con un crecimiento de India por encima de lo previsto en el Reporte de diciembre. Para 2023 la proyección de crecimiento también se revisa a la baja, de 3,4 a 3,2 por ciento.

Evolución reciente de la actividad económica global

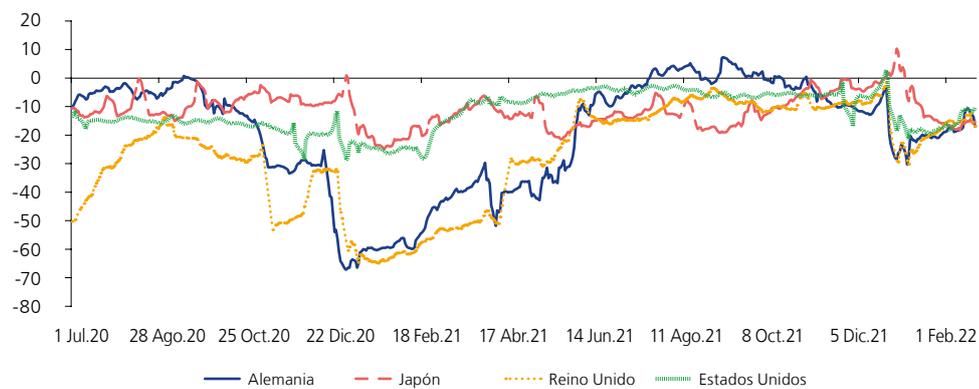
2. **Entre fines del año pasado e inicios del presente, la actividad económica mostró señales de una recuperación desigual, afectada por la expansión de la variable**



ómicron y la permanencia, más allá de lo previsto, de diversos choques de oferta.

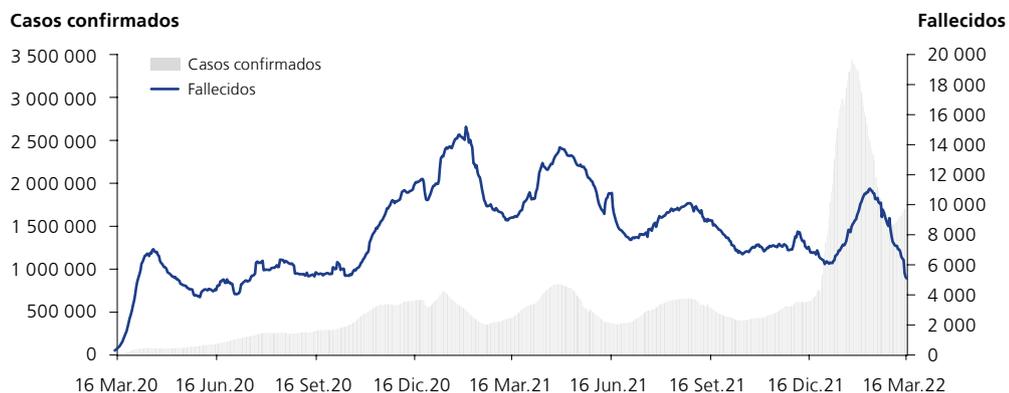
En el aspecto epidemiológico, la aparición de una nueva variante de mayor transmisibilidad (ómicron), supuso un rebrote significativo de nuevos casos de COVID-19, llegándose a registrar sucesivos récords en el número de nuevos contagios diarios tanto a nivel global como en la mayoría de países. A pesar de su menor letalidad, y de los avances en el proceso de vacunación, la alta transmisibilidad de la variante llevó a la adopción de nuevas medidas de restricciones a la movilidad, como en los casos de China, Alemania, Japón y Reino Unido. Cabe señalar que, hacia el cierre del presente Reporte, los casos a nivel global se han reducido significativamente respecto a los máximos observados a fines de enero y que, en varios países como el Reino Unido, se han empezado a levantar las restricciones adoptadas entre diciembre de 2021 y enero de 2022.

Gráfico 1
CAMBIOS EN LA MOVILIDAD: TIENDAS Y LUGARES DE ENTRETENIMIENTO
(En porcentaje)



Fuente: Google Mobility Trends.

Gráfico 2
PROMEDIO DE CASOS Y FALLECIDOS DIARIOS DE COVID-19



Fuente: Universidad Johns Hopkins y Oxford.

Respecto a los choques de oferta, algunos de ellos se asocian a la adopción de medidas de contención social frente a los nuevos brotes del COVID-19, en particular en China

donde la política de “tolerancia cero” supuso cuarentenas masivas ante la aparición de los primeros contagios y afectó la producción de bienes y la cadena de suministro. Sin embargo, otros choques siguen asociados a la recomposición de la demanda producto de cambios en el patrón de consumo y que no han tenido una respuesta adecuada por el lado de la producción. En otros casos, los altos precios de la energía han significado un aumento de costos e, incluso, el cierre de plantas como es el caso de las refinerías de zinc en varios países de Europa. De acuerdo con estimaciones del FMI, estos choques en la cadena global habrían tenido durante 2021 un impacto de 0,5 y 1,0 puntos porcentuales en el crecimiento e inflación subyacente, respectivamente. A diferencia de lo estimado en el Reporte de Inflación de diciembre, se prevé que estos choques de oferta continuarían afectando el crecimiento en el segundo semestre de este año e incluso durante 2023.

Esta persistencia de los choques ha generado también presiones adicionales sobre los precios. Estos choques de oferta se suman a las presiones de demanda producto del ahorro privado generado durante la pandemia, las favorables condiciones financieras y los estímulos fiscales, entre otros factores. Producto de ello, se registra un aumento de la inflación a nivel global y, a nivel de la mayoría de países, las tasas de inflación han alcanzado niveles no observados en varias décadas y se ubican muy por encima de las metas establecidas por los bancos centrales. En este contexto, los principales bancos centrales han optado por el retiro de los estímulos monetarios en forma anticipada respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre, sea a través de la reducción de sus programas de compra de activos o del aumento (o del anuncio de una próxima alza) en las tasas de interés.

Otro factor no previsto en el Reporte de Inflación de diciembre es el agravamiento de las tensiones geopolíticas. En particular, el agravamiento del conflicto en Ucrania afectaría, a través de varios canales, el crecimiento e inflación mundiales. Uno de los impactos directos radica en las presiones al alza en los precios de la energía y de los granos (ver Recuadro 1).

3. Estos desarrollos se han reflejado en una moderación del crecimiento entre fines del cuarto trimestre de 2021 e inicios del primer trimestre de este año. A nivel de países, los indicadores mensuales sugieren una recuperación económica moderada y desigual.

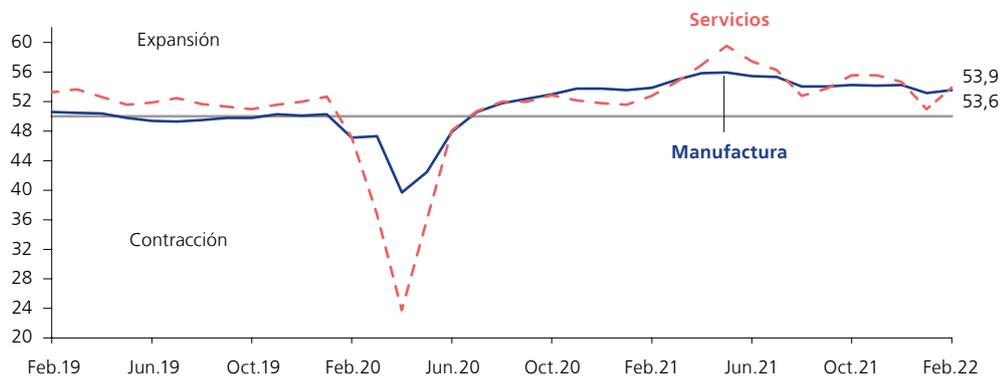
En el cuarto trimestre, la economía global mostró una recuperación en particular por el dinamismo registrado en los meses de octubre y noviembre. Al igual que en meses precedentes, la actividad estuvo impulsada por el mantenimiento de los estímulos monetario y fiscal en las economías desarrolladas, la reapertura de las actividades tras el descenso de casos de COVID-19 asociados a la variante delta y el aumento del gasto de las familias. Limitaron esta recuperación algunos choques de oferta como los problemas en la cadena de suministros y el aumento de los precios de la energía.

Sin embargo, desde fines de 2021 se ha registrado un menor dinamismo en la actividad en la mayoría de las principales economías. Como se ha señalado, la aparición de una variante más transmisible, como el ómicron, y el aumento de las tasas de inflación afectaron la evolución de la actividad económica. Ello se ha reflejado en la evolución de varios indicadores como los índices PMI globales de manufactura y servicios que cayeron en diciembre de 2021 y enero de 2022. En febrero el índice global también aumentó en



términos agregados, en línea con el levantamiento a las restricciones a la movilidad en algunas economías desarrolladas.

Gráfico 3
PMI GLOBAL: ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL DE LOS SECTORES MANUFACTURA Y SERVICIOS
 Índice de difusión



Fuente: JP Morgan.

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

I. Servicios												
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Ene.22	Feb.22
Global	36,8	48,1	52,0	51,8	54,7	57,4	53,8	55,6	55,6	54,7	51,0	53,9
EUA Markit	39,8	47,9	54,6	54,8	60,4	64,6	54,9	58,7	58,0	57,6	51,2	56,5
China Caixin	43,0	58,3	54,8	56,3	54,3	50,3	53,4	53,8	52,1	53,1	51,4	50,2
Eurozona	26,4	48,3	48,0	46,4	49,6	58,3	56,4	54,6	55,9	53,1	51,1	55,5
Reino Unido	34,5	47,1	56,1	49,4	56,3	62,4	55,4	59,1	58,5	53,6	54,1	60,5
Japón	33,8	45,0	46,9	47,7	48,3	48,0	47,8	50,7	53,0	52,1	47,6	44,2

II. Manufactura												
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Ene.22	Feb.22
Global	47,3	47,9	52,4	53,8	55,0	55,5	54,1	54,3	54,2	54,3	53,2	53,6
EUA Markit	48,5	49,8	53,2	57,1	59,1	62,1	60,7	58,4	58,3	57,7	55,5	57,3
China Caixin	50,1	51,2	53,0	53,0	50,6	51,3	50,0	50,6	49,9	50,9	49,1	50,4
Eurozona	44,5	47,4	53,7	55,2	62,5	63,4	58,6	58,3	58,4	58,0	58,7	58,2
Reino Unido	47,8	50,1	54,1	57,5	58,9	63,9	57,1	57,8	58,1	57,9	57,3	58,0
Japón	44,8	40,1	47,7	50,0	52,7	52,4	51,5	53,2	54,5	54,3	55,4	52,7

Fuente: JP Morgan.

A nivel de países, se estima una desaceleración en el PBI del primer trimestre en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y China. La desaceleración del crecimiento en **Estados Unidos** refleja la evolución del sector inmobiliario, el deterioro de la confianza del consumidor (afectada por la inflación y los precios de la energía) y la fuerte acumulación de inventarios durante el trimestre precedente. Asimismo, se han registrado postergaciones e impases en la aprobación de la iniciativa *Built Back Better* orientada a fortalecer la red de seguridad social, combatir el cambio climático y regularizar a trabajadores indocumentados.

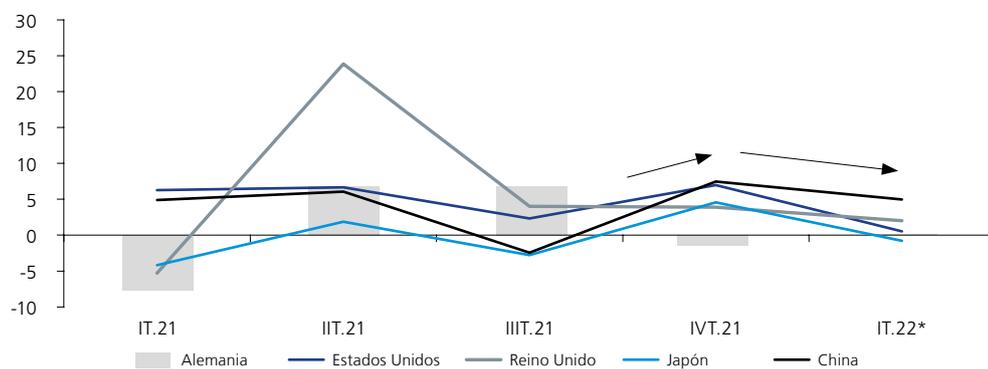
En el caso del **Reino Unido**, el aumento de casos de COVID-19 afectó la actividad desde diciembre de 2021 (en dicho mes el PBI registró la primera contracción desde julio del

mismo año) y generó en los meses siguientes una escasez de mano de obra que afectó a la actividad manufacturera y a la de servicios: el PMI manufacturero alcanzó el mínimo en cuatro meses y el de servicios se ubicó en niveles no observados desde febrero de 2021. Cabe señalar que, en febrero, ante la reducción brusca de los contagios, el gobierno anunció la flexibilización de las medidas de contención social, por lo que se espera una recuperación de la actividad en los meses siguientes.

En el caso de **China**, la desaceleración se explica por el menor dinamismo del sector exportador y del inmobiliario, así como por las medidas adoptadas dentro del plan de “tolerancia cero” frente a los brotes del COVID-19 asociados a la nueva variante ómicron. En este contexto, durante enero y febrero las autoridades chinas anunciaron nuevos programas de infraestructura y el banco central redujo su tasa de interés. Las medidas de estímulo monetario se dictaron en un contexto de bajas y decrecientes tasas de inflación.

Dentro de las principales economías, solo **Alemania** registraría en el primer trimestre una tasa mayor a la del trimestre precedente. En el cuarto trimestre de 2021, la economía fue particularmente afectada por la desaceleración de China, el aumento en los precios del gas y petróleo y los problemas en las cadenas de suministro. La recuperación esperada del primer trimestre refleja principalmente la evolución del sector servicios, pero se prevé que sea limitada por el aumento de nuevos casos de COVID-19 (tendencia que se contrapone con el desarrollo epidemiológico de otros países europeos).

Gráfico 4
PBI: PRINCIPALES ECONOMÍAS
(Tasa trimestral desestacionalizada, anualizada)

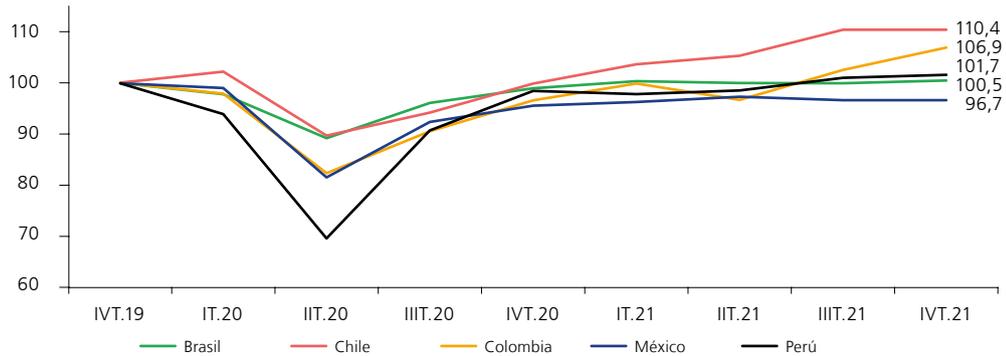


* Mediana de proyecciones de casas de inversión.
Fuente: Institutos de estadísticas y casas de inversión.

En **América Latina**, el crecimiento económico ha encontrado soporte en las favorables condiciones externas reflejadas en los altos precios de exportación (de granos, petróleo y metales básicos) y en las condiciones financieras internacionales. A ello se suma el rápido avance en el proceso de vacunación. Cabe señalar que, de acuerdo con los índices de actividad mensual y los datos trimestrales, la mayoría de los países de la región registra niveles superiores a los observados previo a la pandemia (febrero de 2020). Sin embargo, el impacto de la alta inflación sobre el consumo y los menores estímulos fiscal y monetario han moderado esta tendencia.



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

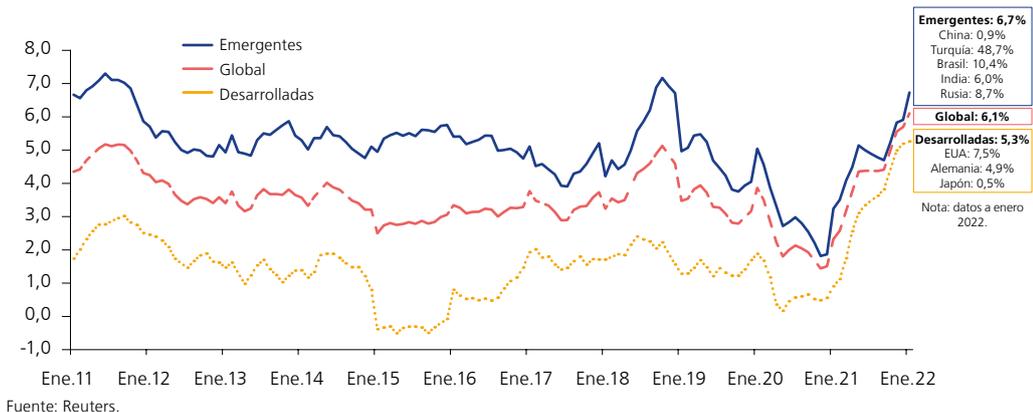


* Series desestacionalizadas.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

4. Siguiendo la tendencia reseñada en anteriores Reportes, las presiones inflacionarias continuaron al alza a nivel global. Los choques de oferta señalados en el Reporte de Inflación de diciembre han permanecido en lo que va del año y la probabilidad de que persistan más allá del primer semestre de 2022 ha aumentado significativamente. A ello se suman las presiones de demanda reflejadas en el cierre de la brecha producto y las políticas fiscales expansivas en la mayoría de las economías desarrolladas.

Aunque el alza se registra tanto en las economías desarrolladas como emergentes, en las primeras el aumento ha sido más pronunciado y los niveles alcanzados han sido los más altos en varios años, incluso décadas. Dentro de las economías emergentes, los mayores aumentos de precios se observan en América Latina (donde destaca Brasil) y Europa (Turquía, República Checa y Rusia).

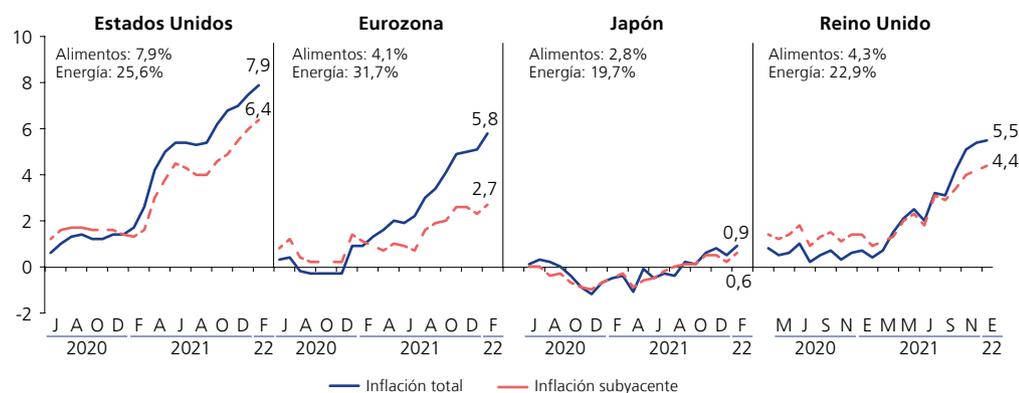
Gráfico 6
INFLACIÓN GLOBAL
(Var. % 12 meses)



En el caso de Estados Unidos, la tasa de inflación de 7,9 por ciento observada en febrero fue la mayor en 40 años; la inflación subyacente siguió similar tendencia y se ubicó en 6,4 por ciento, el mayor nivel desde agosto de 1982. Del mismo modo, la inflación asociada al gasto del consumo personal (PCE) subió a 6,1 por ciento en enero mientras que el indicador subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, subió a 5,2 por ciento (tasa no observada desde agosto de 1983).

En el caso de Reino Unido, la tasa de 5,5 por ciento registrada en enero fue la mayor en 30 años y en el caso de la Eurozona, en febrero alcanzó un máximo histórico de 5,9 por ciento. En Alemania la inflación llegó a 5,1 por ciento en febrero debido, entre otros factores, a los cuellos de botella en varias actividades.

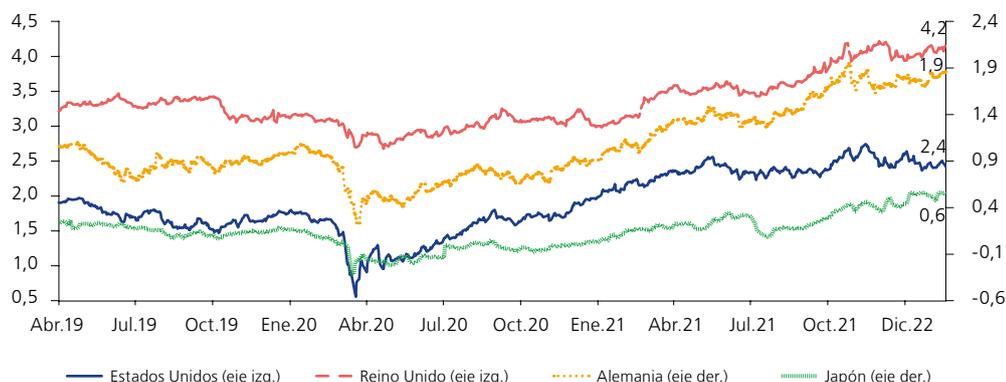
Gráfico 7
INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS 2020-2022
(Var. % 12 meses)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadísticas.

La tendencia al alza en la inflación no se reflejó en un aumento de similar magnitud de las expectativas de inflación. La inflación *breakeven*, estimada a partir de la diferencia entre los rendimientos nominales y aquellos indexados a la inflación, muestran tasas de inflación por debajo de los niveles actuales y alienadas con las metas de los bancos centrales. La excepción la constituye el Reino Unido donde las expectativas de mediano y largo plazo permanecen altas y se han ubicado por encima de 4 por ciento.

Gráfico 8
TASA DE INFLACIÓN BREAKEVEN (A 10 AÑOS)



Fuente: Reuters.

- Dentro de las economías con metas explícitas de inflación, en la mayoría de los casos la tasa de inflación interanual se ha ubicado por encima del rango meta.** Esta evidencia se observa tanto en las economías desarrolladas como en las economías emergentes. A nivel de regiones las mayores presiones se observan en Europa y América.





Cuadro 2
INFLACIÓN
(variación % 12 meses)

Región / País	Dic-20	Jun-21	Set. 21	Dic. 21	Ene.22	Feb.22	Meta (%)	Máximo desde:
América								
Estados Unidos	1,4	5,4	5,4	<u>7,0</u>	7,5	7,9	2,0	Ene.82
Canadá	0,7	3,6	4,4	<u>4,8</u>	5,1	5,7	2,0+/-1,0	Ago.91
Uruguay	9,4	7,3	7,4	<u>8,0</u>	8,2	8,9	3,0-7,0	Set.21
Colombia	1,6	3,6	4,5	<u>5,6</u>	6,9	8,0	3,0+/-1,0	Set.16
Chile	3,0	3,8	5,3	<u>7,2</u>	7,7	7,8	3,0+/-1,0	Nov-08
México*	3,2	5,9	6,0	<u>7,4</u>	7,1	7,3	3,0+/-1,0	Dic.17
Brasil	4,5	8,3	10,3	<u>10,1</u>	10,4	10,5	3,75+/-1,50	Nov-21
Perú*	2,0	3,3	5,2	<u>6,4</u>	5,7	6,2	2,0+/-1,0	Ene.09
Asia								
Indonesia	1,7	1,3	1,6	<u>1,9</u>	2,2	2,1	3,0+/-1,0	--
India	4,6	6,3	4,4	<u>4,9</u>	6,0	6,1	4,0+/-2,0	Jul.21
Filipinas	3,3	3,7	4,2	<u>3,2</u>	3,0	3,0	3,0+/-1,0	--
Corea	0,5	2,4	2,5	<u>3,7</u>	3,6	3,7	2,0	Nov.21
Tailandia	-0,3	1,2	1,7	<u>2,2</u>	3,2	5,3	2,5+/-1,5	Set.08
Israel	-0,7	1,7	2,5	<u>2,8</u>	3,1	3,5	1,0-3,0	Feb.10
Europa								
Eurozona	-0,3	1,9	3,4	<u>5,0</u>	5,1	5,9	2,0	Récord
Alemania	-0,3	2,3	4,1	<u>5,3</u>	4,9	5,1	2,0	--
Francia	0,0	1,5	2,2	<u>2,8</u>	2,9	3,6	2,0	Jul-08
Italia	-0,2	1,3	2,5	<u>3,9</u>	4,8	5,7	2,0	Ago.95
España	-0,5	2,7	4,0	<u>6,7</u>	6,0	7,6	2,0	Dic.86
Serbia	1,3	3,3	5,7	<u>7,9</u>	8,2	8,8	3,0+/-1,5	Jun.13
Hungría	2,7	5,3	5,5	<u>7,4</u>	7,9	8,3	3,0+/-1,0	Ago.07
Noruega	1,4	2,9	4,1	<u>5,3</u>	3,2	3,7	2,5	--
República Checa	2,3	2,8	4,9	<u>6,6</u>	9,9	11,1	2,0+/-1,0	Jun.98
Reino Unido	0,6	2,5	3,1	<u>5,4</u>	5,5	n.d.	2,0	Mar.92
Rusia	4,9	6,5	7,4	<u>8,4</u>	8,7	9,2	4,0	Ene.16
Polonia	2,4	4,4	5,9	<u>8,6</u>	9,2	8,5	2,5+/-1,0	--
Islandia	3,6	4,3	4,4	<u>5,1</u>	5,7	6,2	2,5	Abr.12
Suecia*	0,5	1,3	2,5	<u>3,9</u>	3,7	4,3	2,0	Set.08
Turquía	14,6	17,5	19,6	<u>36,1</u>	48,7	54,4	5,0+/-2,0	Mar.02
Rumanía	2,1	3,9	6,3	<u>8,2</u>	8,4	8,5	2,5+/-1,0	Jul.08
Suiza	-0,8	0,6	0,9	<u>1,5</u>	1,6	2,2	<2,0	Oct.08
África								
Sudáfrica*	3,1	4,6	5,0	<u>5,9</u>	5,7	n.d.	3,0-6,0	Mar.17
Ghana	10,4	7,8	10,6	<u>12,6</u>	13,9	15,7	8,0+/-2,0	Oct.16
Oceanía								
Australia **	0,9	3,8	3,0	3,5	n.d.	n.d.	2,0-3,0	1T 2009
Nueva Zelanda **	1,4	3,3	4,9	5,9	n.d.	n.d.	2,0+/-1,0	2T 1990

* El máximo corresponde a la observación de diciembre.

** Australia y Nueva Zelanda publican sus datos en forma trimestral. El próximo dato corresponderá al mes de marzo.

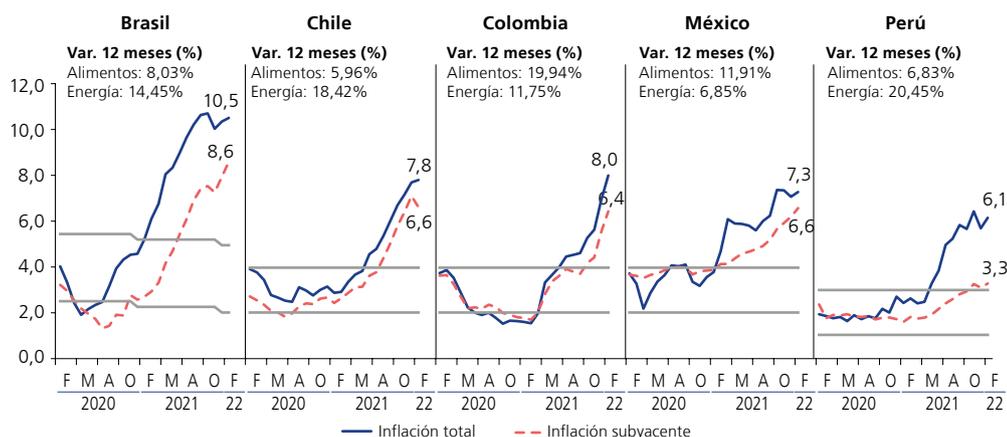
Nota: se incluyen países con rango meta de inflación, así como economías con un nivel de inflación objetivo.

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

En el caso de las economías de la región, la inflación permaneció por encima del rango meta, pero en algunos países —como México y Perú— se observó una tendencia a la baja respecto a las tasas registradas a fines de 2021. Las tasas de inflación se encuentran influidas por el fuerte crecimiento de los precios de los alimentos y energía (que presentan tasas muy por encima del promedio) y por la recuperación de la demanda interna a consecuencia de los desarrollos epidemiológicos favorables.

A nivel de países, destaca el alza de Brasil, donde luego de una reducción temporal en diciembre, la inflación retomó su tendencia al alza y registró una tasa anual de 10,5 por ciento. En el caso de la inflación subyacente —que excluye los componentes más volátiles de la canasta como alimentos y energía— se registró similar tendencia al alza. Aunque las tasas son menores a las observadas en la inflación total, esta variable se ubica por encima del límite superior del rango meta en todos los países de la región.

Gráfico 9
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2022
(En %)



6. **En este contexto de presiones inflacionarias al alza, la mayoría de bancos centrales ha iniciado el retiro parcial del estímulo monetario sin que ello, necesariamente, implique una política monetaria contractiva.** Asimismo, se espera que este retiro sea menos gradual que lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre.

Los principales bancos centrales de las economías desarrolladas, con excepción de Japón, han continuado con el retiro de los estímulos monetarios iniciado hacia fines del año pasado. Este retiro se viene dando a través de un alza de las tasas de interés o a través de una reducción de las compras de activos.

En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), en los primeros meses del año continuó con la reducción de su programa de compra de activos (que culminó en la primera quincena de marzo). Asimismo, en su reunión del 16 de marzo, en línea con lo esperado, elevó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de interés (a un rango entre 0,25 y 0,50 por ciento), la primera alza desde los niveles mínimos establecidos a inicios de la pandemia del COVID-19. También señaló que reduciría el tamaño de sus activos a través de una menor tenencia de bonos del Tesoro y de títulos respaldados en hipotecas. En términos de proyecciones, revisó a la baja las perspectivas de crecimiento y al alza las de inflación, y en su comunicado señaló que las presiones al alza en la inflación se han visto acentuadas por el conflicto entre Rusia y Ucrania.





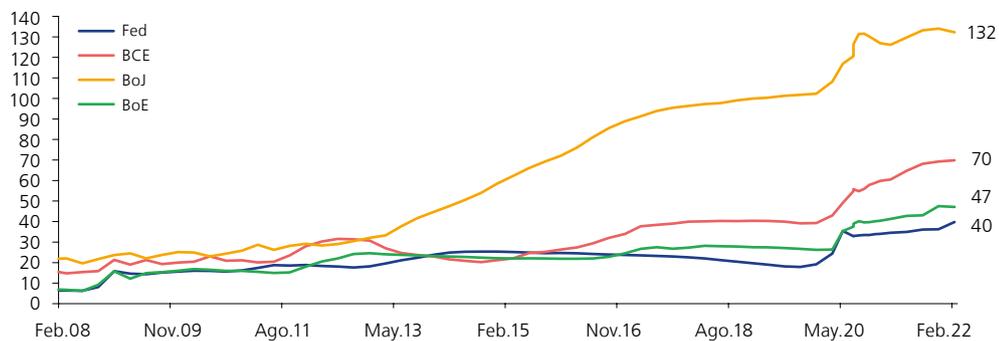
Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

	2022		2023		2024		Largo Plazo	
	Dic. 21	Mar. 22	Dic. 21	Mar. 22	Dic. 21	Mar. 22	Dic. 21	Mar. 22
Crecimiento	4,0	2,8	2,2	2,2	2,0	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	4,0	4,0
Inflación (PCE)	2,6	4,3	2,3	2,7	2,1	2,3	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	2,7	4,1	2,3	2,6	2,1	2,3	-	-
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)	0,9	1,9	1,6	2,8	2,1	2,8	2,5	2,4
Rango de tasas de interés (%)	0,4-1,1	1,4-3,1	1,1-2,1	2,1-3,6	1,9-3,1	2,1-3,6	2,0-3,0	2,0-3,0

* Incorpora 16 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.
Fuente: Reserva Federal.

En el caso del Banco Central Europeo (BCE), se confirmó la culminación del programa de compras introducido durante la pandemia (el *Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP*) lo que se compensaría parcialmente con un aumento temporal de su programa regular de compras (*Asset Purchases Programa, APP*). El Banco de Inglaterra, luego de iniciar el ciclo en diciembre con un aumento de 15 pbs, elevó su tasa de interés en 25 pbs en febrero y marzo, con lo que acumula un alza de 65 pbs desde el nivel mínimo registrado a raíz de la pandemia. Asimismo, anunció que espera una reducción en el tamaño de su balance ante la reinversión de los bonos que vayan venciendo. Otras economías desarrolladas que en lo que va del año elevaron tasas fueron Nueva Zelanda y Corea del Sur, en ambos casos en 25 pbs.

Gráfico 10
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Porcentaje PBI)



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

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de bancos centrales de América Latina y de Europa, así como el banco central de Sudáfrica, elevaron su tasa de interés. Dentro del primer grupo, destaca el alza de tasas en Brasil (250 pbs) y Chile (150 pbs). Dentro de los países de Europa, Rusia elevó su tasa en 1 150 pbs: al alza de 100 pbs en la reunión programada a inicios de febrero, se le sumó otro aumento de 1050 pbs adoptado hacia fines del mismo mes como consecuencia de las fuertes presiones contra el rublo a raíz del inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En línea con las menores presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales de Asia no elevaron su tasa de interés.

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

	Tasas de interés							Variación con respecto a:			
	Dic. 19	Dic.20	Jun.21	Nov. 21	Dic.21	Ene.22	Feb.22	Mar. 22	Dic.21	Dic.20	Dic. 19
Economías desarrolladas											
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	25	25	-125
Canadá	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	25	25	-125
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Reino Unido	0,75	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25	0,50	0,75	50	65	0
Suecia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0	0	0
Noruega	1,50	0,00	0,00	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0	50	-100
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0	0	0
Corea del Sur	1,25	0,50	0,50	1,00	1,00	1,25	1,25	1,25	25	75	0
Nueva Zelanda	1,00	0,25	0,25	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	25	75	0
Australia	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-65
Economías emergentes											
América Latina											
Brasil	4,50	2,00	4,25	7,75	9,25	9,25	10,75	11,75	250	975	725
Colombia	4,25	1,75	1,75	2,50	3,00	4,00	4,00	4,00	100	225	-25
Perú	2,25	0,25	0,25	2,00	2,50	3,00	3,50	4,00	150	375	175
Chile	1,75	0,50	0,50	2,75	4,00	5,50	5,50	5,50	150	500	375
México	7,25	4,25	4,25	5,00	5,50	5,50	6,00	6,00	50	175	-125
Asia											
Paquistán	13,25	7,00	7,00	8,75	9,75	9,75	9,75	9,75	0	275	-350
Filipinas	4,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	0	0	-200
Malasia	3,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	0	0	-125
India	5,15	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0	0	-115
Tailandia	1,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-75
Indonesia	5,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	-25	-150
Israel	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0	-15
Taiwán	1,38	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,38	25	25	0
China	4,15	3,85	3,85	3,85	3,80	3,70	3,70	3,70	-10	-15	-45
Europa											
República Checa	2,0	0,25	0,50	2,75	3,75	3,75	4,50	4,50	75	425	250
Polonia	1,50	0,10	0,10	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	175	340	200
Ucrania	13,50	6,00	7,50	8,50	9,00	10,00	10,00	10,00	100	400	-350
Rusia	6,25	4,25	5,50	7,50	8,50	8,50	20,00	20,00	1150	1575	1375
Islandia	3,00	0,75	1,00	2,00	2,00	2,00	2,75	2,75	75	200	-25
Turquía	12,00	17,00	19,00	15,00	14,00	14,00	14,00	14,00	0	-300	200
Serbia	2,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	-125
Rumanía	2,50	1,50	1,25	1,75	1,75	2,00	2,50	2,50	75	100	0
Hungría	0,90	0,60	0,90	2,10	2,40	2,90	3,40	3,40	100	280	250
África											
Sudáfrica	6,50	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00	25	50	-250

Fuente: Bancos centrales, Reuters y otros.

Respecto a la **política fiscal**, en Estados Unidos se han registrado retrasos en la aprobación, por parte del congreso, del nuevo paquete de gastos denominado *Built Back Better* orientado al gasto en infraestructura y al gasto social. Ello significaría un menor impulso fiscal para este año respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación anterior. Por su parte, la Unión Europea, como se señaló en el Reporte anterior, completó la aprobación de los planes de inversión a nivel de los países integrantes del bloque, lo que facilita el desembolso de recursos previstos en el Plan de Recuperación y Resiliencia (por un monto de 750 mil millones de euros).





Perspectivas de la economía global

- 7. El crecimiento global para 2022 (3,8 por ciento) se ubicaría por debajo de lo señalado en el Reporte de diciembre (4,3 por ciento).** Esta revisión recoge la persistencia de los problemas observados en la cadena de suministros, los retiros más acelerados de los estímulos monetarios en las principales economías desarrolladas y los altos precios de la energía que afectarían el crecimiento por encima de lo contemplado en el Reporte de diciembre.

Este último factor se ha visto acentuado por el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania sobre los precios del petróleo, gas natural y los granos. En el escenario base se asume que las mayores tensiones e impactos sobre el crecimiento se darían en el segundo trimestre, y afectarían el crecimiento global (en particular el de Europa) principalmente a través del canal comercial. Por ello, el agravamiento o prolongación del conflicto es un factor a la baja en el crecimiento; en un escenario así, las sanciones comerciales y financieras tendrían un impacto mucho mayor que, entre otros aspectos, agravarían los problemas en la cadena global de suministros y afectaría de forma más permanente la confianza de consumidores e inversionistas. Otro factor de riesgo se asocia a una desaceleración mayor de China debido al impacto sobre la actividad económica de la política de “tolerancia cero” adoptada frente a los nuevos brotes de COVID-19.

Por el contrario, algunos de los factores que influyeron en el menor crecimiento del primer trimestre podrían disiparse en los trimestres siguientes. En particular, las perspectivas respecto a la pandemia han mejorado y se espera que, en línea con el levantamiento de las restricciones, los desarrollos epidemiológicos supongan un impacto positivo sobre el crecimiento. A ello se sumaría el impulso en el consumo tras la acumulación de ahorro; el aumento en el empleo y, en menor medida, condiciones financieras favorables.

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

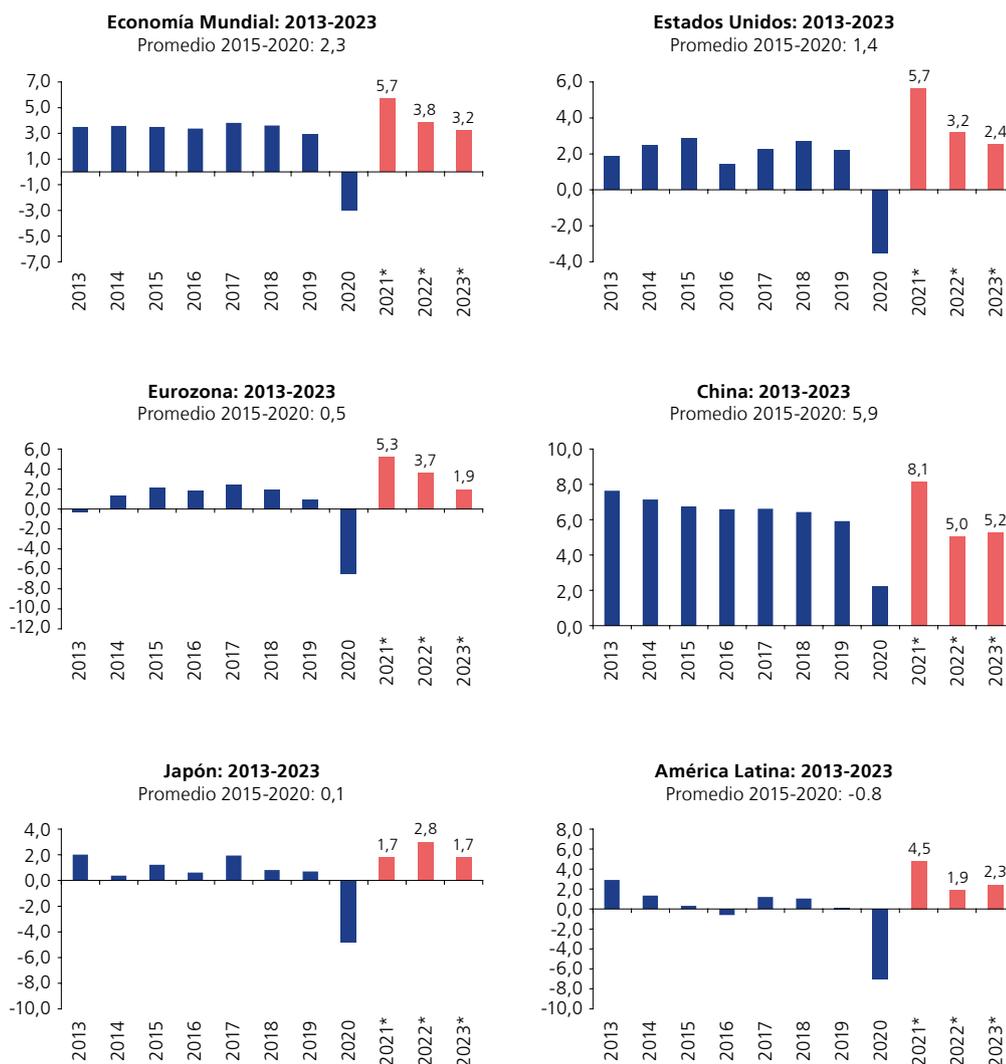
	PPP*	2020	2021**	2022		2023	
				RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic. 21	RI Mar.22
Economías desarrolladas	42,2	-4,7	5,1	4,0	3,4	2,2	2,2
De las cuales							
1. Estados Unidos	15,9	-3,4	5,7	4,0	3,2	2,2	2,4
2. Eurozona	12,0	-6,4	5,3	4,3	3,7	2,1	1,9
3. Japón	3,9	-4,5	1,7	3,0	2,8	1,4	1,7
4. Reino Unido	2,3	-9,4	7,5	5,0	4,4	1,4	1,0
5. Canadá	1,4	-5,4	4,8	4,1	4,0	2,7	2,8
6. Otros	6,8	-4,1	4,8	3,3	3,1	2,6	2,6
Economías en desarrollo	57,5	-2,2	6,2	4,6	4,1	4,3	4,0
De las cuales							
1. China	18,7	2,2	8,1	5,2	5,0	5,3	5,2
2. India	7,0	-6,6	8,3	6,9	8,0	6,3	6,3
3. Rusia	3,1	-2,7	4,2	2,6	-5,0	2,1	-0,3
4. América Latina y el Caribe	7,3	-7,0	4,5	2,3	1,9	2,4	2,3
Argentina	0,7	-9,9	10,0	2,3	2,3	2,0	1,8
Brasil	2,4	-3,9	4,6	1,0	0,5	2,0	2,0
Chile	0,4	-5,8	12,0	2,6	2,5	2,0	1,5
Colombia	0,6	-7,0	10,6	3,8	4,0	3,5	3,1
México	1,9	-8,2	4,8	3,0	2,5	2,0	2,0
Perú	0,3	-11,0	13,3	3,4	3,4	3,2	3,2
5. Otros	17,9	-4,0	5,0	4,7	4,6	4,6	4,3
Economía Mundial	100,0	-3,3	5,7	4,3	3,8	3,4	3,2

* Base 2021

** Preliminar.

Fuente: FMI, Consensus Forecast.

Gráfico 11
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual real)



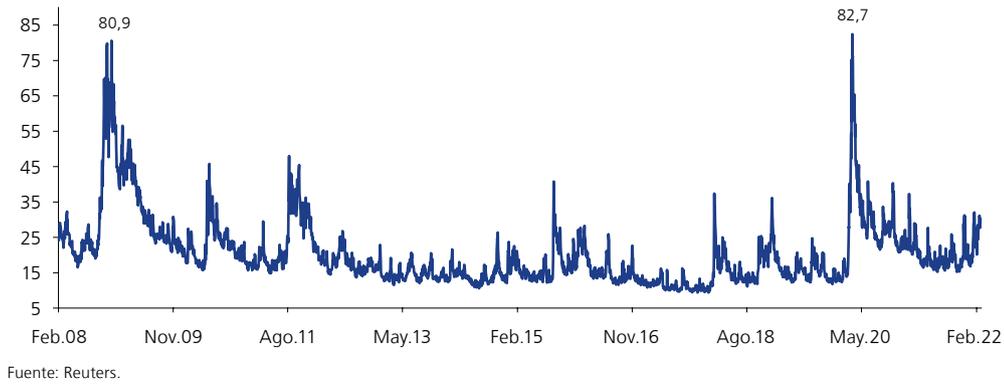
* Proyección. Datos preliminares para 2021.
Fuente: FMI, Consensus Forecast.

Mercados financieros internacionales

- Desde el último Reporte de Inflación, los **mercados financieros** se vieron afectados por el menor dinamismo en varias de las principales economías desarrolladas y en China, y por las expectativas de posturas monetarias más restrictivas de los principales bancos centrales ante la persistencia de aumentos en las tasas de inflación. A ello se sumó, hacia fines de febrero, el escalamiento de las tensiones geopolíticas que culminó con la incursión bélica de Rusia en Ucrania. Todos estos factores contribuyeron a la elevación de la aversión al riesgo y contrarrestó la publicación de resultados corporativos mayormente positivos y los avances epidemiológicos en torno al COVID-19.

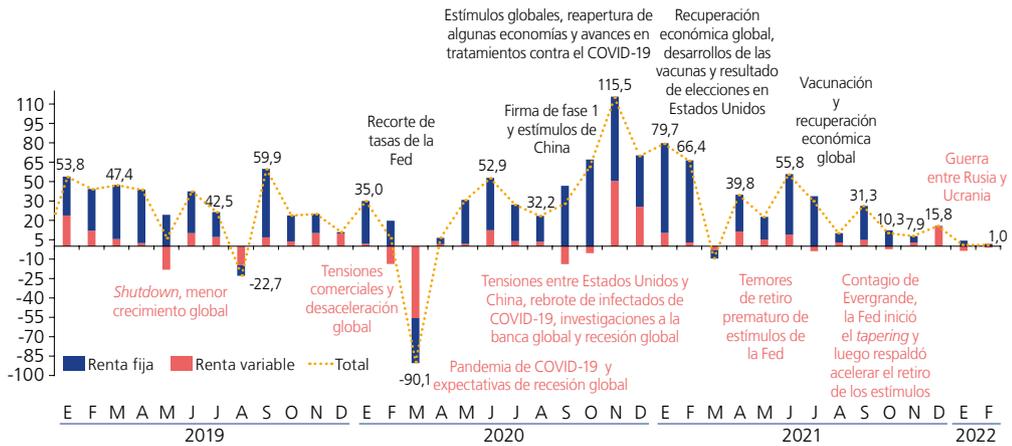


Gráfico 12
ÍNDICE VIX
(Volatilidad de la bolsa de Estados Unidos)



Este contexto de mayor aversión al riesgo, en particular durante febrero, llevó a la liquidación de activos de mayor riesgo en favor de activos seguros. Por ello, la mayoría de bolsas registraron caída y el dólar se apreció en los mercados internacionales. Del mismo modo, la entrada de capitales hacia las economías emergentes continuó reduciéndose.

Gráfico 13
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)

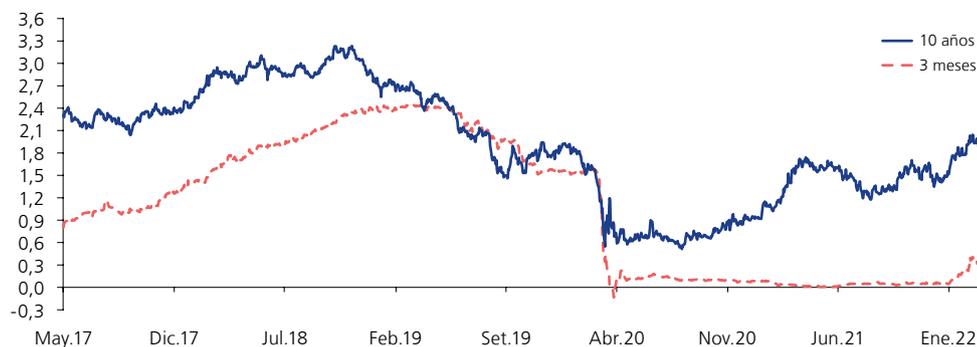


- En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de largo plazo en Estados Unidos aumentaron en enero y en las primeras semanas de febrero, en un contexto de menores temores por la propagación de la variante ómicron y de las menores compras de bonos por parte de la Fed (cuyo programa de compras de activos culminó a inicios de marzo). Sin embargo, hacia finales de febrero, esta tendencia al alza en los rendimientos se revirtió por el incremento en la aversión global al riesgo tras el inicio de las acciones bélicas entre Rusia y Ucrania.

Similar tendencia se observó en Europa, donde a inicios de año los rendimientos soberanos de largo plazo también subieron en línea con la mejora de la situación sanitaria

y continuidad de la recuperación económica. Ello se tradujo en un incremento de la tasa de política del Banco Central de Inglaterra y en el anuncio, por parte del BCE, de la culminación del programa de compras de activos introducido a raíz de la pandemia.

Gráfico 14
RENDIMIENTOS DE BONOS DE GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS, 2017-2022
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Respecto a las economías emergentes, los rendimientos se incrementaron, influidos por el incremento en la aversión al riesgo registrada hacia fin de mes. Destaca el aumento del rendimiento del bono soberano ruso afectado además por las sanciones financieras impuestas por diversos gobiernos contra dicho país.

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

	Dic.20	Dic.21	Feb.22*	Diferencias (pbs)	
				Feb.22/Dic.21	Feb.22/Dic.20
Estados Unidos	0,92	1,51	1,83	32	91
Alemania	-0,57	-0,18	0,13	31	70
Francia	-0,34	0,20	0,60	41	95
Italia	0,54	1,17	1,71	54	116
España	0,04	0,56	1,11	55	107
Grecia	0,62	1,32	2,51	120	189
Gran Bretaña	0,19	0,97	1,41	44	122
Japón	0,02	0,07	0,19	12	17
Brasil	6,90	10,84	11,56	72	466
Colombia	5,39	8,19	9,53	134	414
Chile	2,65	5,65	5,89	23	324
México	5,53	7,56	7,93	37	240
Perú	3,51	5,90	6,16	26	265
Sudáfrica	8,74	9,80	9,83	3	110
India	5,87	6,45	6,77	31	90
Turquía	12,54	23,54	23,30	-24	1076
Rusia	5,92	8,29	15,99	770	1007
China	3,15	2,78	2,79	1	-36
Corea del Sur	1,72	2,26	2,69	43	96
Indonesia	5,86	6,36	6,50	14	64
Tailandia	1,32	1,89	2,15	25	83
Malasia	2,65	3,59	3,67	8	102
Filipinas	2,94	4,71	5,31	60	237

* Elaborado al 28 de febrero del 2022.
Fuente: Reuters.





10. En los **mercados de renta variable**, las bolsas desarrolladas cayeron a inicios del año tras la toma de ganancias por las posturas más restrictivas de los bancos centrales y, posteriormente, por el escalamiento del ruido geopolítico entre Rusia y Ucrania. Todo ello contrarrestó la mejora sanitaria a nivel global y la publicación de resultados corporativos positivos del cuarto trimestre de 2021. Dentro de la región, la mayoría de bolsas se recuperaron a inicios del año en un contexto de altos precios de los *commodities* y de una mayor demanda de no residentes por activos de la región en un contexto de búsqueda de mayores retornos.

Cuadro 7
BOLSAS MUNDIALES
(En índices)

		Dic.20	Dic.21	Feb.22*	Var. %	
					Feb.22 / Dic.21	Feb.22 / Dic.20
VVIX**	S&P 500	22,75	17,22	30,15	12,9	7,4
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	35 132	33 893	-3,5	18,8
Estados Unidos	S&P 500	3 756	4 766	4 374	-8,2	16,4
Alemania	DAX	13 719	15 885	14 461	-9,0	5,4
Francia	CAC 40	5 551	7 153	6 659	-6,9	19,9
Italia	FTSE MIB	22 233	27 347	25 416	-7,1	14,3
España	IBEX 35	8 074	8 714	8 479	-2,7	5,0
Grecia	ASE	809	893	892	-0,2	10,2
Reino Unido	FTSE 100	6 461	7 385	7 458	1,0	15,4
Japón	Nikkei 225	27 444	28 792	26 527	-7,9	-3,3
Brasil	Ibovespa	119 017	104 822	113 142	7,9	-4,9
Colombia	COLCAP	1 438	1 411	1 528	8,3	6,2
Chile	IPSA	4 177	4 308	4 534	5,2	8,6
México	IPC	44 067	53 272	53 401	0,2	21,2
Argentina	Merval	51 226	83 500	87 970	5,4	71,7
Perú	Ind. Gral.	20 822	21 112	23 749	12,5	14,1
Sudáfrica	JSE	59 409	73 709	76 091	3,2	28,1
India	Nifty 50	13 982	17 354	16 794	-3,2	20,1
Turquía	XU100	1 477	1 858	1 946	4,8	31,8
Rusia	RTS	1 387	1 596	937	-41,3	-32,5
China	Shangai C.	3 473	3 640	3 462	-4,9	-0,3
Corea Del Sur	KOSPI	2 873	2 978	2 699	-9,4	-6,1
Indonesia	JCI	5 979	6 581	6 888	4,7	15,2
Tailandia	SET	1 449	1 658	1 685	1,7	16,3
Malasia	KLCI	1 627	1 568	1 608	2,6	-1,2
Filipinas	Psei	7 140	7 123	7 311	2,6	2,4

* Elaborado al 28 de febrero del 2022.

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

Fuente: Reuters.

11. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció frente a las principales divisas por la postura de la Fed sobre acelerar el retiro de los estímulos monetarios tras la mejora del escenario de pandemia, la persistencia de una inflación al alza y la recuperación económica. A ello, se sumó la demanda de activos seguros a raíz del conflicto entre Rusia y Ucrania.

En cuanto a las economías emergentes, las monedas de la región se apreciaron, en contra de la tendencia global, beneficiadas por la elevación de las tasas de interés de sus bancos centrales y por los altos precios de los *commodities* de exportación. Aunque esta tendencia se limitó hacia fines de febrero por el contexto internacional más tenso. Se destaca el desplome del rublo ruso.

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO

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

		Dic.20	Dic.21	Feb.22*	Var. % **	
					Feb.22 / Dic.21	Feb.22 / Dic.20
Indice dólar DXY***	US Dollar Index	89,94	95,97	96,71	0,8	7,5
Euro	Euro	1,221	1,137	1,122	-1,3	-8,2
Reino Unido	Libra	1,367	1,353	1,342	-0,8	-1,8
Japón	Yen	103,24	115,08	115,07	0,0	11,5
Brasil	Real	5,194	5,570	5,160	-7,4	-0,6
Colombia	Peso	3415	4065	3933	-3,3	15,2
Chile	Peso	710	851	798	-6,2	12,4
México	Peso	19,87	20,49	20,47	-0,1	3,0
Argentina	Peso	84,08	102,68	107,39	4,6	27,7
Perú	Sol	3,620	3,991	3,782	-5,2	4,5
Sudáfrica	Rand	14,69	15,99	15,36	-3,9	4,6
India	Rupia	73,04	74,47	75,49	1,4	3,4
Turquía	Lira	7,43	13,32	13,62	2,3	83,3
Rusia	Rublo	73,79	74,56	105,06	40,9	42,4
China	Yuan (onshore)	6,525	6,352	6,308	-0,7	-3,3
Corea Del Sur	Won	1084	1188	1200	1,0	10,6
Indonesia	Rupia	14040	14250	14365	0,8	2,3
Tailandia	Bath	30,04	33,23	32,63	-1,8	8,6
Malasia	Ringgit	4,020	4,164	4,196	0,8	4,4
Filipinas	Peso	48,01	50,99	51,17	0,4	6,6

* Elaborado al 28 de febrero del 2022.

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

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

Fuente: Reuters.

Precios de los *commodities*

10. Los precios de la mayoría de productos se incrementaron respecto al Reporte de Inflación de diciembre. En términos generales, las cotizaciones continuaron favorecidas por la rápida recuperación económica (asociado al avance en el proceso de vacunación y al mantenimiento de los estímulos fiscal y monetario) y a restricciones de oferta asociadas a los problemas en la cadena de suministros. Estas dificultades se debieron principalmente a la rápida propagación de nuevas variantes de COVID-19, lo que provocó cuellos de botella en el transporte.

Sin embargo, esta recuperación se vio parcialmente compensada por el menor dinamismo en la recuperación económica de China, principal demandante de la mayoría de *commodities*. La recuperación en el consumo de los principales metales básicos, después de las festividades por el Año Nuevo chino y de los Juegos Olímpicos de Invierno, ha sido más lenta que la esperada.

11. El conflicto entre Rusia y Ucrania ha tenido, en el corto plazo, un impacto mayoritariamente al alza no solo en productos como granos y energía (donde la participación de estos países en el comercio global es importante) sino también en otros productos, como los metales básicos, debido al impacto del precio de la energía dentro del costo de producción y a los temores sobre el impacto que tuviera el conflicto y las sanciones impuestas a Rusia sobre la cadena de suministros. Sin embargo, por otro lado, este factor geopolítico ha llevado a una reducción en las proyecciones de crecimiento global que suponen una reducción en la demanda de las principales materias primas.



Cobre

12. En febrero la cotización promedio del cobre fue de US\$/lb. 4,51, mayor en 4 por ciento a la cotización de diciembre de 2021. Ello luego de que el precio del cobre acumuló un incremento de 23 por ciento durante 2021.

El precio promedio del cobre aumentó en los últimos dos meses debido a señales de un mercado global cada vez más ajustado. Los inventarios de cobre han continuado cayendo en el London Metal Exchange (LME) a mínimos de varios años reflejando los problemas de oferta asociado a las interrupciones de la cadena de suministros, la inflación de los insumos y la escasez de mano de obra (en algunos países). De otro lado, la demanda continuará sostenida por la recuperación de las economías desarrolladas, y la mayor demanda de las “industrias verdes”.

Sin embargo, el mercado del cobre también ha enfrentado presiones a la baja, sustentadas en la menor demanda estacional de China (que se ha recuperado menos de lo esperado después del Año Nuevo Lunar) y la mayor oferta de la chatarra de cobre, incentivada por los precios más altos, proporcionando a los consumidores una opción de materia prima alternativa. Esto es particularmente clave en Europa, el principal beneficiario de las exportaciones de cátodos rusos. Además, persisten los temores de una menor demanda del metal asociado a una probable desaceleración brusca de la actividad inmobiliaria en China.

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

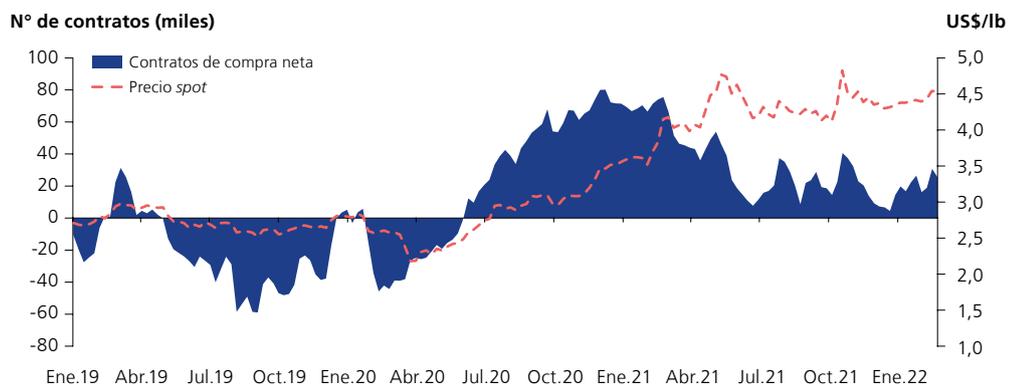
	2018	2019	2020	Ene-Nov. 2020 2/	Ene-Nov. 2021 2/	Var.% 2021/2020
Producción Minera Global	20 579	20 571	20 634	18 788	19 243	2,4%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 063	24 016	24 505	22 398	22 692	1,3%
Utilización Global de Refinados	24 480	24 405	24 989	22 885	23 031	0,6%
Balance de Refinados 1/	-417	-389	-484	-487	-339	--

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

2/ Reporte del ICSG de febrero de 2022.

Fuente: ICSG.

Gráfico 15
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).

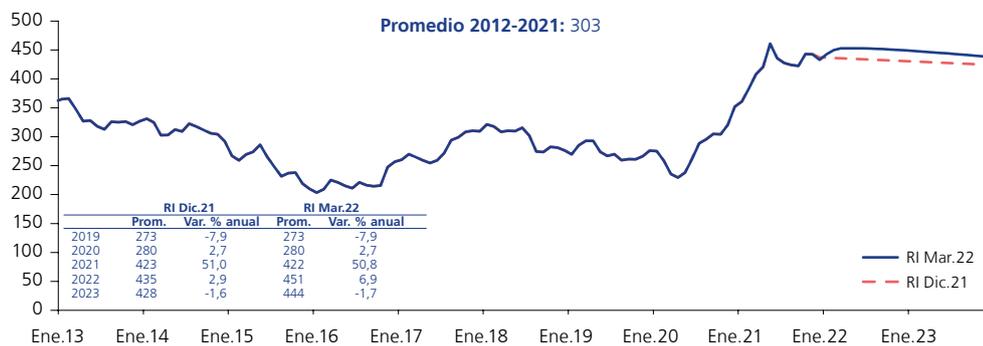
Fuente: Comex.

Estos desarrollos de las últimas semanas han coincidido con una ligera recuperación de la demanda no comercial. El número de contratos no comerciales de cobre, se ha recuperado de los mínimos que alcanzó a inicios de diciembre de 2021, aunque se mantienen por debajo de los máximos que había alcanzado durante el primer semestre de 2021.

En este sentido, se ha revisado al alza la proyección del precio del cobre respecto a la estimación del Reporte de Inflación de diciembre, debido a las señales de un mercado más ajustado. Sin embargo, se estima una ligera moderación en la demanda en los siguientes meses, en línea con los desarrollos recientes en China y en algunas economías desarrolladas y, por el lado de la oferta, un aumento en la oferta de concentrados en el horizonte de proyección.

Como factores de incertidumbre se encuentran el desarrollo futuro del conflicto entre Rusia y Ucrania, la demanda proveniente de la industria de autos eléctricos, el posible ingreso de nueva capacidad de oferta y las políticas chinas respecto al consumo de cobre reciclado.

Gráfico 16
PRECIO DEL COBRE: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

- La cotización internacional promedio del zinc fue US\$/lb. 1,65 en febrero de 2022, el mayor nivel desde diciembre de 2006 y mayor en 6 por ciento a la registrada en diciembre de 2021. Ello después de un incremento acumulado de 23 por ciento en 2021.

El zinc alcanzó niveles máximos en más de quince años apoyado por el agravamiento de los choques en la oferta, en particular en Europa donde los mayores costos de la energía han ocasionado el cierre temporal o la reducción significativa de la producción de refinados en algunas plantas de las empresas como Nyrstar y Glencore. Del mismo modo, el aumento de los precios de la energía y las restricciones medioambientales han provocado que la producción de zinc refinado de China se reduzca. Asimismo, se registran retrasos en el ingreso de la capacidad adicional de la mina. Por el lado de la demanda, destaca la robusta recuperación en Estados Unidos y Europa y los recientes anuncios del gobierno chino de un mayor gasto en infraestructura.





Consistente con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección del precio promedio de zinc respecto a los previstos en el Reporte de diciembre, debido a los mayores recortes en la oferta y la mayor demanda asociada al mayor gasto de infraestructura en las principales economías. Sin embargo, en el mediano plazo, la normalización de la producción y el aumento de la oferta de mina generarían presiones a la baja en el precio.

Gráfico 17
PRECIO DEL ZINC: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Oro

14. En febrero la cotización promedio del oro fue US\$/oz.tr. 1 856, nivel 4 por ciento mayor respecto a diciembre de 2021.

Gráfico 18
PRECIO DEL ORO: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

El precio del oro aumentó por la mayor demanda de activos de refugio asociados al conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que se sumó al fuerte aumento de la demanda mundial, en particular desde el cuarto trimestre de 2021, impulsada principalmente por un aumento en las compras de joyas de oro y del fuerte incremento de las compras de China. Otros factores alcistas fueron la recuperación de las compras de oro por parte de los bancos centrales (en particular destacan las adquisiciones de Hungría, Tailandia y Brasil). Sin

embargo, las perspectivas de un retiro más acelerado de los estímulos monetarios por parte de la Fed contrarrestaron las presiones al alza.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de diciembre. Los principales factores de incertidumbre radican en el ritmo en el que la Fed reducirá su estímulo, en la evolución de la inflación en las economías desarrolladas y en los desarrollos geopolíticos (en particular los vinculados al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania).

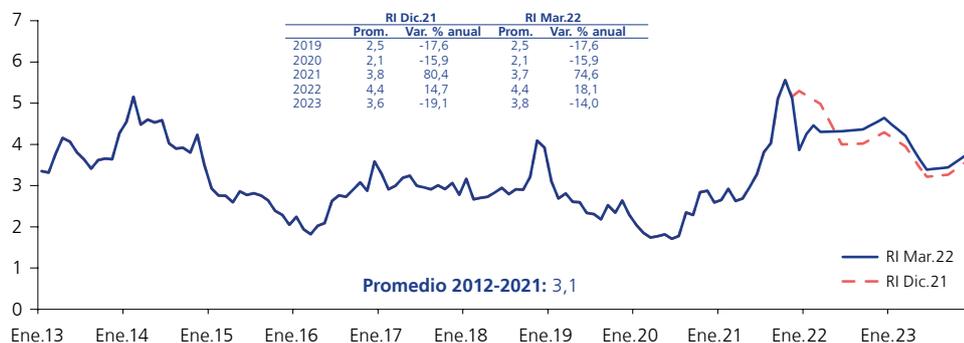
Gas

- La cotización promedio del **gas natural** Henry Hub aumentó 16 por ciento en los primeros dos meses del año, alcanzando un promedio de US\$/Mbtu. 4,5 en febrero. Este incremento se produjo luego de que la cotización del gas acumuló un incremento de 50 por ciento en 2021. Cabe señalar que, por el contrario, las cotizaciones correspondientes a los mercados de Europa (Reino Unido) y Asia (mercado de Japón-Corea) disminuyeron en los últimos dos meses (3 y 32 por ciento, respectivamente), luego de que en diciembre de 2021 registraran cotizaciones máximas en varios años.

El incremento del precio del gas natural Henry Hub se explicó por las señales de un mercado global ajustado. La oferta ha sido insuficiente para satisfacer la demanda. La situación en Europa está en marcado contraste con la de los Estados Unidos y se observó una creciente preocupación de que los inventarios europeos caigan a niveles críticamente bajos como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania, conflicto que ha ocasionado que no se otorgue los permisos al gasoducto Nord Stream 2 y que, además, podría paralizar el suministro a través del gasoducto que pasa por Ucrania.

A pesar de estas presiones al alza, el precio del LNG en Europa se redujo debido a las mayores exportaciones de LNG provenientes de Estados Unidos en los últimos meses y a un clima más templado que lo esperado.

Gráfico 19
PRECIO DEL GAS NATURAL: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/Mbtu.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Para el horizonte de proyección, 2022-2023, el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado al alza en línea con un mercado más ajustado a nivel global que el previsto en el Reporte de diciembre. Si bien se prevé que los precios de la energía estén





presionados al alza en el corto plazo por los eventos geopolíticos recientes, el escenario de proyección asume una gradual normalización en el abastecimiento de Europa desde el segundo semestre de 2022.

Petróleo

16. En febrero de 2022 la cotización promedio del **petróleo** WTI aumentó 28 por ciento respecto a diciembre de 2021, alcanzando un promedio mensual de US\$/br. 92. Con ello, el precio ha continuado con la tendencia al alza observada en 2021 cuando se registró un incremento de 68 por ciento en 2021.

La cotización del petróleo aumentó por el conflicto entre Rusia y Ucrania en un mercado que ya se encuentra ajustado. Destaca la recuperación de la demanda global, en particular por las menores restricciones transfronterizas y de viajes internacionales, así como por un aumento de las compras de petróleo y productos derivados del petróleo de compañías de generación eléctrica en partes de Asia y Europa, ante el alza de los precios del gas y del carbón. De otro lado, la OPEP+ no está cumpliendo con los incrementos de producción comprometidos. Dichos compromisos, además, suponen un aumento gradual y por debajo de lo que esperaban los países consumidores para equilibrar el mercado.

En este contexto de fuerte recuperación de la demanda y los niveles restringidos de producción de petróleo crudo entre los miembros de la OPEP+, se observó una reducción significativa de los inventarios globales. Según la Administración de la Información de Energía de Estados Unidos los inventarios mundiales de petróleo cayeron aún más en enero y los inventarios comerciales en la OCDE terminaron el mes en su menor nivel desde mediados de 2014. Sin embargo, luego de un déficit de oferta de 1,9 millones de barriles diarios en 2021, la Administración de Información de Energía de Estados Unidos estima un ligero superávit global de 0,4 millones de barriles diarios en 2022, asociado a la recuperación de la producción de la OPEP estimada para este año. Estas estimaciones no incorporan el impacto de los recientes acontecimientos entre Rusia y Ucrania sobre el mercado global de petróleo de Rusia.

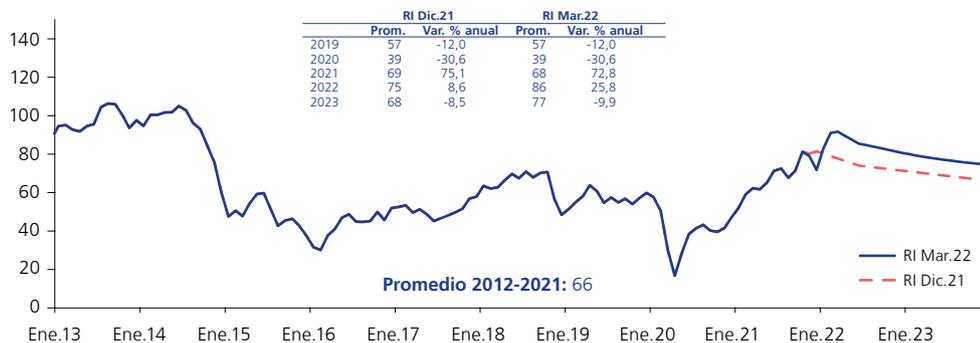
Cuadro 10
BALANCE GLOBAL DE OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO Y OTROS LÍQUIDOS
(Millones de barriles por día)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Producción							
Producción OECD	27,4	29,9	31,5	30,6	31,0	32,9	34,5
Producción No-OECD	70,4	70,6	68,9	63,3	64,5	68,1	68,5
<i>De los cuales: OPEP</i>	36,9	36,8	34,7	30,8	31,7	34,4	34,7
Total Producción Mundial	97,7	100,5	100,3	93,9	95,6	101,0	103,0
Consumo							
Consumo OECD	47,5	47,8	47,7	42,0	44,6	46,0	46,3
<i>De los cuales: Estados Unidos</i>	20,1	20,7	20,7	18,4	20,0	20,8	21,0
Consumo No-OECD	51,6	52,3	53,0	50,0	52,9	54,6	56,2
<i>De los cuales: China</i>	13,2	13,6	14,0	14,4	15,3	15,7	16,2
Total Consumo Mundial	99,1	100,1	100,7	92,0	97,5	100,6	102,6
Balance del Mercado	-1,4	0,4	-0,3	1,9	-1,9	0,4	0,4

Fuente: Administración de Información de Energía de Estados Unidos.

Para el horizonte de proyección, se proyecta una reducción del precio aunque en niveles por encima de lo estimado en el Reporte de Inflación de diciembre. Los precios disminuirán a medida que las tensiones entre Occidente y Rusia se reduzcan y se continúe aumentando la oferta proveniente, tanto de la normalización de la producción de la OPEP+ a niveles prepandemia, como de mayor respuesta de suministro de los países no pertenecientes a la OPEP. Los principales factores de incertidumbre se asocian al conflicto entre Rusia y Ucrania, al desarrollo futuro del COVID-19, a los acuerdos que adopte la OPEP para 2022, a un retorno de la producción de Estados Unidos más lento de lo esperado y a las negociaciones entre Estados Unidos e Irán, que podría significar el regreso de las exportaciones de dicho país.

Gráfico 20
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/b)



Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

17. Luego de una breve corrección, los precios de los alimentos retomaron su tendencia al alza y alcanzaron niveles no vistos desde inicios de 2011. Influyó en este comportamiento la interrupción en las exportaciones de trigo de Rusia y Ucrania, el aumento de los precios del petróleo, el alza en los precios de los fertilizantes y los cuellos de botella en la cadena de suministros. Esto último dificulta que los agricultores obtengan insumos, repuestos y equipo en los tiempos y cantidades necesarios para el proceso productivo y eleva el costo de los cultivos. Además, de concretarse el impacto negativo del Fenómeno La Niña sobre los cultivos en Sudamérica y Estados Unidos, los precios podrían continuar presionados al alza.

- (a) El precio del **maíz** se incrementó 10 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 250 en febrero de 2022. Ello luego de que la cotización del maíz acumulara un incremento de 36 por ciento en 2021.

El fuerte incremento del precio del maíz en los primeros meses de 2022 se explicó principalmente por el clima seco para el cultivo en el sur de Brasil y Argentina, lo cual podría reducir los excedentes exportables. Otros factores que explicaron el alza de la cotización del maíz fueron las preocupaciones de que el aumento de los costos de los fertilizantes restrinja las decisiones de siembra del próximo año. A ello



se sumó el alza del precio del petróleo (que mejoró los márgenes de ganancia de la industria del etanol) y el incremento del precio del trigo que opera como grano sustituto en la industria de alimentación del ganado.

Hacia el cierre del presente Reporte, el conflicto entre Rusia y Ucrania también dio soporte al precio. Ucrania, que según el USDA explicó el 13 por ciento de las exportaciones mundiales en el ciclo 2020/2021, ha paralizado sus exportaciones y enfrenta la destrucción de infraestructura clave que haría difícil retomar inmediatamente sus operaciones una vez concluido el conflicto.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz para 2022 y 2023. El mercado mundial continúa ajustado, con los inventarios de los principales países exportadores en niveles históricamente bajos. Los principales riesgos al alza en la cotización son la prolongación del Fenómeno La Niña por más tiempo que lo esperado y que el conflicto entre Rusia y Ucrania se extienda y afecte por más tiempo la producción de este último país.

Gráfico 21
PRECIO DEL MAÍZ: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
 (US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

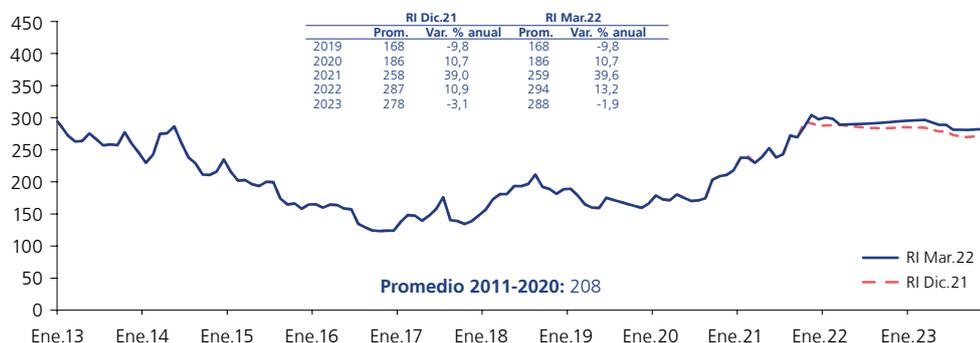
- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** aumentó 4 por ciento, alcanzando en febrero de 2022 un promedio mensual de US\$/TM 314. Ello luego de que la cotización del trigo acumuló un incremento de 39 por ciento en 2021.

El fuerte incremento del precio del trigo en los últimos dos meses se explicó principalmente por el riesgo de que el conflicto entre Rusia y Ucrania ocasiona una interrupción significativa del comercio mundial. Según el USDA, ambos países explican en conjunto un 28 por ciento de las exportaciones mundiales en el ciclo 2021/2022. Este factor se presenta en un momento en que los suministros de los exportadores se encuentran en niveles históricamente bajos. Excluyendo a China e India, los inventarios de los ocho mayores exportadores disminuirán por cuarto año consecutivo en 2021/22, ubicándose un 23 por ciento por debajo del promedio de los cinco años anteriores y alcanzarían su menor nivel desde finales de 2007/08. Solo la producción de los países exportadores del hemisferio sur, en particular Australia y Argentina, han aliviado parcialmente las presiones al alza y reducido

las preocupaciones sobre una posible crisis de suministro en los meses previos a las próximas cosechas del hemisferio norte.

El precio del trigo continuaría presionado por inventarios ajustados y por altos precios de los granos sustitutos (como maíz y soya) usados como alimento para el ganado. En línea con ello, se revisa al alza la proyección del precio del trigo, respecto al Reporte de Inflación previo. Entre los principales factores de incertidumbre del trigo se cuentan la evolución del conflicto entre Rusia y Ucrania y la incertidumbre sobre la duración e intensidad del Fenómeno La Niña sobre la producción del trigo de invierno en Estados Unidos.

Gráfico 22
PRECIO DEL TRIGO: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) En febrero, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 1 529, mayor en 9 por ciento respecto al nivel del Reporte de Inflación anterior. Este comportamiento refuerza la tendencia al alza que mostró el aceite de soya en 2021 (con un aumento de 58 por ciento).

La cotización del aceite de soya registró un incremento importante en los últimos dos meses debido al alza del precio del petróleo, que mejoró los márgenes en la industria del biodiesel, lo que impulsó la demanda de esta industria en Estados Unidos y Brasil. Otro factor que contribuyó a la recuperación del precio del aceite de soya fue la mayor demanda mundial de importaciones, en particular de la India, China y Bangladesh. Además, la escasez de otros aceites vegetales (como el aceite de palma y de girasol) ha impulsado la sustitución de una pequeña parte de la demanda hacia el aceite de soya.

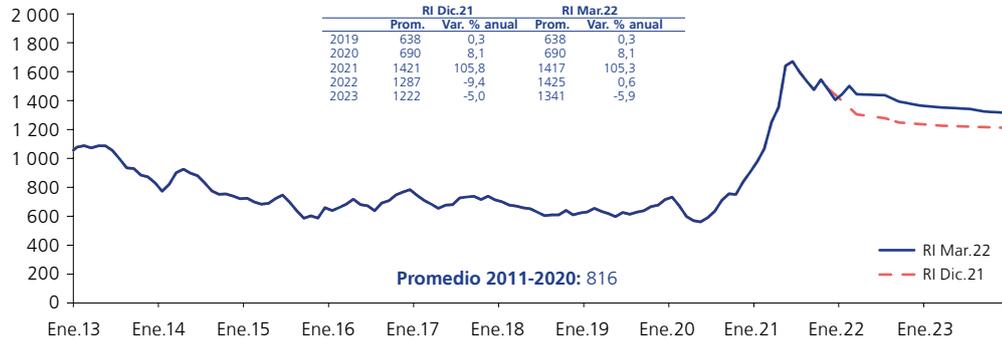
Un factor importante que explicó el alza de la cotización del aceite de soya fue el temor por la sequía en Sudamérica. Las crecientes preocupaciones del Fenómeno La Niña en América Latina ocasionaron las rebajas de los pronósticos de producción para Brasil, Argentina y Paraguay, que según el USDA en conjunto explican el 57 por ciento de las exportaciones mundiales del grano de soya y el 59 por ciento de las exportaciones mundiales de aceite de soya en el ciclo 2021/22.





Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte anterior. La principal incertidumbre en esta proyección radica en cuál será el impacto final, sobre la producción del grano, de las condiciones de calor y sequía en Sudamérica.

Gráfico 23
PRECIO DEL ACEITE DE SOYA: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

Recuadro 1

EL CONFLICTO ENTRE RUSIA Y UCRANIA: CANALES DE TRANSMISIÓN SOBRE LA ECONOMÍA GLOBAL

El conflicto entre Rusia y Ucrania implica una serie de impactos sobre los mercados globales que dependerán de la duración de dicho conflicto. En primer lugar, existen impactos directos asociados a interrupciones en los flujos de comercio de bienes producidos por esos países (principalmente energía y granos) que han generado presiones al alza en las cotizaciones internacionales. En el caso de los alimentos, hacia el cierre del presente reporte, Ucrania y Rusia han limitado sus exportaciones de alimentos y, adicionalmente, han prohibido las exportaciones de fertilizantes. Estas presiones pueden prolongarse, incluso una vez concluido el conflicto, debido a daños en la infraestructura (en particular en Ucrania) y a dificultades en la producción y en el comercio internacional a raíz de las sanciones comerciales y financieras. Presiones similares se han observado en el precio de la energía, más aún en un contexto donde la oferta de los países productores de la OPEP ha crecido por debajo de lo previsto. Asimismo, la participación de Rusia en otros productos—paladio, platino, níquel, oro, aluminio y cobre refinado, entre otros—podrían acentuar los problemas existentes en la cadena global de suministros, en particular si las sanciones contra Rusia persisten por un tiempo prolongado.

A consecuencia de estos choques, las presiones inflacionarias permanecerían altas más allá de lo previsto en el anterior reporte. Respecto al crecimiento, el impacto se daría a través de los mayores costos de la energía y los alimentos, las disrupciones en las cadenas de suministros, el impacto de la inflación sobre la capacidad adquisitiva de los consumidores y el deterioro de la confianza de los inversionistas. Aparte de Rusia y Ucrania, el mayor impacto se prevé en las principales economías de Europa, dado los vínculos comerciales (en particular la fuerte dependencia de energía).

Por el lado financiero, como en similares episodios de incertidumbre, se registra un incremento en la aversión global al riesgo que puede llevar a la liquidación de activos de economías emergentes y a la búsqueda de activos percibidos como libres de riesgo. Ello genera mayores presiones en aquellas economías emergentes que enfrentan una mayor vulnerabilidad externa (asociada a elevados déficits en cuenta corriente, alta deuda externa o débil posición de reservas internacionales).

Los impactos directos: el mercado de energía

A raíz del conflicto entre Rusia y Ucrania, se han incrementado los temores sobre nuevos choques de oferta en los mercados de *commodities*. Dos son los grupos más sensibles: la energía y los alimentos.

PARTICIPACIÓN DE RUSIA EN LA PRODUCCIÓN MUNDIAL DE *COMMODITIES*

(En porcentaje)

	2018	2019	2020
Petróleo	12,2	12,3	12,1
Gas natural	17,4	17,1	16,6
Carbón	5,6	5,5	5,2
Cobre	4,3	4,3	4,3
Aluminio	5,9	6,2	6,1
Níquel	6,8	6,3	6,1
Zinc	1,9	1,5	1,5
Oro	8,1	9,1	9,5
Plata	5,1	5,3	5,4
Platino	10,8	11,7	14,1
Paladio	39,4	41,0	43,9
Trigo	9,8	9,7	11,0

Fuente: JP Morgan.

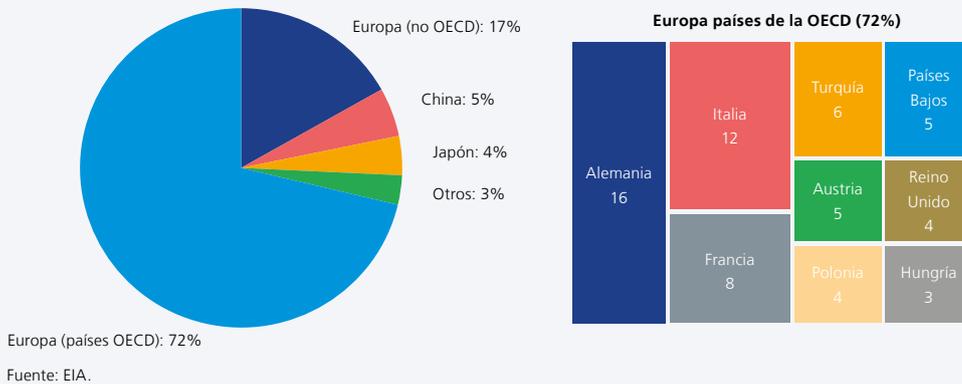


En el caso de la **energía**, Rusia es un productor importante de **gas natural, petróleo y carbón** con participaciones de 17, 12 y 5 por ciento. Las actividades productivas y comerciales se han visto afectadas por sanciones directas, como en el caso del gas, o en forma indirecta a través de las sanciones impuestas a Rusia que podrían generar dificultades en el proceso productivo, en las operaciones logísticas o en las transacciones comerciales con el exterior (que, eventualmente, podrían ser parcialmente compensadas a través del redireccionamiento hacia terceros mercados). Los impactos sobre la producción y exportación de estos bienes se darían en mercados que ya enfrentan un balance oferta y demanda ajustado.

En el caso particular del **gas**, Alemania postergó la certificación y Estados Unidos anunció sanciones a la empresa operadora Nord Stream 2 AG, empresa encargada de transportar directamente el gas desde Rusia hacia Alemania, a través de un gasoducto construido bajo el mar. Cabe señalar que aproximadamente el 40 por ciento del gas que consume la Unión Europea proviene de Rusia. A su vez, Europa representa para Rusia la mayor parte del mercado con una participación de 89 por ciento (dado el tamaño del mercado europeo y su proximidad geográfica). Según datos para 2020, el 16 por ciento de las exportaciones rusas de gas se orientó a Alemania, el 12 por ciento a Italia y el 8 por ciento a Francia. China sólo representó el 5 por ciento.

EXPORTACIONES DE GAS NATURAL RUSO POR DESTINO

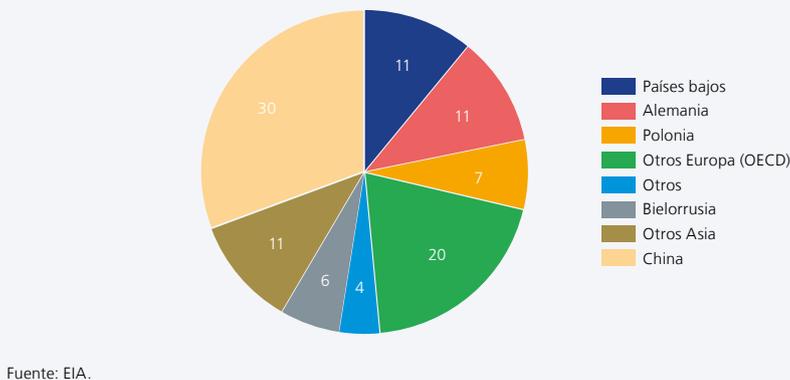
(En porcentaje)



La dependencia del mercado europeo es menor en el caso del petróleo y sus productos condensados. Las exportaciones rusas de este producto se dirigen en un 30 por ciento a China, participación mayor a la de Alemania y Países Bajos (11 por ciento). Sin embargo, como bloque, la Unión Europea sigue siendo el socio más importante con cerca de la mitad del mercado.

EXPORTACIONES RUSAS DE PETRÓLEO POR DESTINO

(En porcentaje)



El mercado de alimentos

En el caso de los alimentos, el maíz y el trigo constituyen los productos más sensibles. Ucrania y Rusia representan el 25 por ciento de la producción global de **trigo** y el 28 por ciento del comercio global. Existe una alta probabilidad de que el conflicto entre Rusia y Ucrania ocasione una interrupción significativa en la producción o en el comercio de estos países y afecte el balance oferta y demanda global.

En el caso del **trigo**, el mayor riesgo radica en la proximidad del inicio de la siembra del **trigo de primavera** que se inicia en el mes de abril. En el caso de Ucrania habría un impacto directo sobre la siembra por la ubicación geográfica de las zonas productoras (directamente afectadas por el conflicto), por la escasez de mano de obra y por falta de insumos (en particular fertilizantes). En el caso de Rusia, la siembra podría verse perjudicada por la incertidumbre sobre el acceso efectivo a mercados de exportación y sobre la disponibilidad oportuna de insumos (como algunos fertilizantes y pesticidas).

En el caso del **trigo de invierno**, cuya siembra finalizó en diciembre 2021 y cuyas cosechas empezarían en mayo y se concentraría en los meses de junio y julio, existe el riesgo de que la producción que entre al mercado encuentre dificultades por el deterioro de infraestructura (canales, carreteras y puertos). En el caso del **maíz**, al igual que el trigo, el mayor riesgo radica en la proximidad del inicio de la siembra en Ucrania (que se inicia en marzo y concentra en abril y mayo). Ucrania representa alrededor del 15 por ciento del total de las exportaciones mundiales de este producto.

Las sanciones a Rusia y potenciales impactos sobre la cadena de suministros

A raíz del agravamiento del conflicto, se han introducido una serie de restricciones comerciales y financieras que afectan el normal desempeño de bancos, compañías y empresarios rusos.

Ello podría afectar a empresas rusas tanto productoras de materias primas como de productos manufacturados. Incluso en algunos productos como el petróleo, excluido de las sanciones, los importadores de petróleo ruso presentan dificultades para realizar pagos, temen que problemas logísticos retrasen o impiden envíos o encuentran dificultades para conseguir financiamiento o coberturas de seguros. Estos obstáculos pueden llevar a los compradores a cambiar a proveedores generando mayores presiones sobre la provisión oportuna de estos bienes¹.

Medidas comerciales adoptadas contra Rusia

- Postergación de certificación del gasoducto ruso Nord Stream 2 por parte de Alemania.
- Cierre del espacio aéreo a vuelos rusos por parte de los países del G7, Finlandia, Suiza y Singapur.
- Suspensión de envíos desde y hacia Rusia por parte de las Navieras (Mersk y MSC).
- Cierre de participación y de negocios con empresas rusas de las empresas petroleras (BP, Shell y Equinor).
- Suspensión de financiamiento a operaciones de materias primas con Rusia (Société Générale, Credit Suisse e ING).
- Prohibición por parte de Estados Unidos, de importaciones de petróleo y sus derivados, gas y carbón desde Rusia. Similar medida ha sido adoptada por Reino Unido, pero sólo para el caso del petróleo.
- Bloqueo de exportaciones de tecnología rusa hacia Estados Unidos (semiconductores, seguridad de encriptación, láseres, sensores, navegación, aviónica y tecnologías marítimas).

Medidas financieras adoptadas contra Rusia

- Inmovilización de los activos en divisas del Banco Central de Rusia (CBR). Medida afectaría al 82% de las reservas rusas, excluido el oro.
- Exclusión de 7 bancos rusos de la red de mensajería financiera SWIFT. Sberbank y Gazprombank, los mayores canales de pago de exportaciones rusas de petróleo y gas, fueron excluidos de la medida.
- Veto de cualquier tipo de financiamiento occidental que se aplicará a nuevos bonos rusos emitidos después de 1 de marzo.
- Restricción del uso de tarjetas en bancos rusos por parte de operadores de crédito (Visa y Mastercard).
- Eliminación de 61 empresas rusas de sus índices de activos (Stoxx)
- Inclusión de bancos y empresarios rusos en la lista SDN (Specially Designated Nationals List), con lo que se prohíbe transacciones con ellos y se bloquea sus activos en EUA.
- Eliminación de todo activo ruso en propiedad del fondo soberano noruego.
- Impedimento a Sberbank de realizar pagos en libras esterlinas. Congelamiento de activos a varios bancos rusos.
- Sanciones a otros 14 empresarios rusos, suspensión de relaciones con el BC de Bielorrusia y otros tres bancos comerciales de ese país (medidas adoptadas por parte de la Unión Europea).

1 The Economist, 5-mar-2022, "How Europe's commodities traders took a gamble too far on Putin's regime"

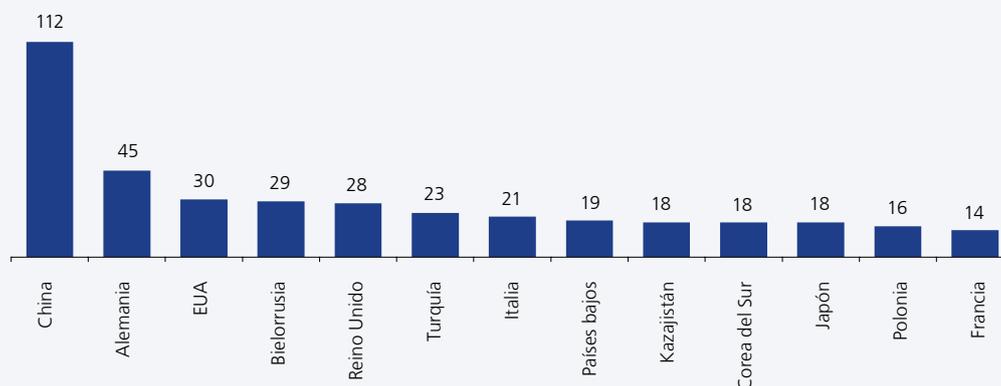


A pesar del bajo peso de Rusia dentro del comercio mundial (1,9 por ciento), problemas similares en la cadena de suministros podrían ser significativos en varias actividades. Rusia es el principal productor de paladio (44 por ciento de la producción mundial y 38 por ciento del comercio global). También tiene una participación en el comercio mundial de platino (14 por ciento) y del níquel (13 por ciento), así como una participación cercana al 10 por ciento en los mercados de oro, platino, aluminio y cobre refinado.

Por ejemplo, de interrumpirse la producción de paladio, una serie de industrias (joyería, aparatos y dispositivos médicos, contactos eléctricos y relojería, entre otros) podrían verse seriamente afectados por la fuerte participación de Rusia en ese mercado. Similar situación podría darse en el caso de fertilizantes (Rusia es el segundo productor mundial de amoníaco, urea y potasio y el quinto mayor productor de fosfatos procesados), de aluminio (Rusia es el mayor exportador de aluminio primario) y de aceite de girasol (donde Rusia es el primer exportador a nivel global).

Ello acentuaría los problemas en la cadena de suministro que surgieron a raíz de la pandemia y que generan, simultáneamente, presiones al alza en los precios y presiones recesivas sobre la actividad económica global.

COMERCIO CON RUSIA POR PAISES (2020)
(Exportaciones más importaciones, en miles de millones de US\$)



Los cambios en la aversión al riesgo global

El conflicto ha llevado a un aumento en la aversión global al riesgo. En este contexto, los agentes económicos tienden a demandar más activos libres de riesgo (bonos del tesoro de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas y oro, entre otros) y a liquidar activos considerados de mayor riesgo relativo (como acciones y bonos soberanos de economías emergentes, entre otros).

En episodios similares, las economías emergentes han experimentado menores entradas de capitales (tanto en los mercados de renta variable como de renta fija), han visto depreciarse su moneda y han enfrentado condiciones menos favorables en el financiamiento externo. En esas oportunidades, los mayores impactos se han dado en economías que enfrentaban desequilibrios en sus cuentas externas o débil posición fiscal, entre otros fundamentos macroeconómicos.

Sin embargo, en el presente episodio, las presiones depreciatorias sobre las monedas de la región se han visto aminoradas por la elevación casi generalizada en el precio de los *commodities*. A diferencia de otros episodios de mayor aversión global al riesgo, donde los precios de los *commodities* mostraron

fuertes presiones a la baja, en esta oportunidad los precios de los *commodities* muestran una tendencia contraria: las preocupaciones se han centrado más en un agravamiento de los choques de la oferta que en la caída de la demanda producto de un menor crecimiento global.

Los cambios en el crecimiento e inflación globales

A través de los canales de transmisión señalados anteriormente, los choques de oferta persistirían más allá de lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre. Por un lado, estos choques reforzarían las presiones al alza en la inflación y, por otro, podrían acentuar la desaceleración que observaba la economía mundial en los primeros meses del año.

- a. Respecto a la inflación, como se ha señalado en el presente Reporte, las **presiones inflacionarias** se han acentuado en los últimos meses. Las tensiones bélicas refuerzan y dotan de mayor persistencia a muchos de los factores que explican esta tendencia al alza como son el alza en el precio de los alimentos y de la energía y los problemas en la cadena de suministros. De acuerdo con el FMI, los choques de oferta, en particular los asociados a la cadena de suministro, habría tenido aproximadamente un impacto 1 punto porcentual en la inflación de 2021. Cabe señalar que los rubros directamente afectados por el alza de alimentos y energía (comida dentro del hogar, energía y transporte) tienen un peso importante dentro de la canasta del consumidor.

PARTICIPACIÓN DE LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA EN LA CANASTA DEL CONSUMIDOR

	Estados Unidos	Eurozona	Reino Unido	Perú
Alimentos dentro del hogar	7,2 1/	5,0 2/	10,4 1/	24,5
Energía	7,4	10,9	3,6	4,8
Transporte	5,6	6,6	7,0 3/	9,1

1/ Comida dentro del hogar excluyendo bebidas.

2/ Comida no procesada.

3/ Incluye gasto de transporte más y gastos de mantenimiento de equipo de transporte.

Fuente: Institutos nacionales de estadística.

- b. Por el lado del **crecimiento**, las tensiones geopolíticas se han traducido en una mayor persistencia de los choques negativos de oferta que han venido afectando a la economía global y que, de acuerdo con estimados del FMI señalados anteriormente, han supuesto un impacto de aproximadamente entre 0,5 y 1,0 punto porcentual de menor crecimiento en 2021. Asimismo, se registraría una disminución mayor en el poder adquisitivo de los consumidores a raíz de la mayor inflación considerando, como se ha mencionado, el peso que tiene el consumo de energía y alimentos en la canasta del consumidor. Por último, una caída en la confianza de los consumidores e inversionistas que afectan las perspectivas de crecimiento más allá del corto plazo.

A nivel de bloques económicos las mayores revisiones a la baja en el crecimiento se registran en Europa, dado sus mayores vínculos comerciales con Rusia, en particular por la mayor dependencia de energía. A nivel de actividades específicas, aquellas intensivas en el uso de energía son las más sensibles como es el caso de las refinerías, las empresas de fertilizantes, la industria química y de papel, entre otras. En el caso de las economías emergentes, las mayores revisiones a la baja en el crecimiento corresponden a aquellas importadoras de *commodities* y a aquellas que enfrentarán la actual coyuntura internacional con débiles fundamentos macroeconómicos.



Recuadro 2**OBSERVACIONES EMPÍRICAS DE LA PANDEMIA DEL COVID-19 DURANTE LA OLA ÓMICRON**

La ola ómicron parece estar menguando a nivel mundial, aunque aún hay incertidumbre sobre el fin de la pandemia y sobre la posibilidad de que nuevas variantes o subvariantes aparezcan, se difundan y prevalezcan entre la población contagiada.

La ola ómicron se detectó primero en Sudáfrica a fines de noviembre de 2021. Actualmente, la variante ómicron es la que prevalece en la mayoría de los países. La subvariante más común ha sido hasta ahora la conocida como BA.1, aunque la BA.2 está ganando cada vez más importancia principalmente en Europa y Asia.

Una particularidad de la variante ómicron es que es altamente transmisible e infecciosa, sobrepasa las defensas naturales de aquellas personas que ya han tenido COVID-19 (re-contagios), es más resistente a las vacunas y es propensa a mutar rápidamente (Mostafavi y otros, 2022).

El cuadro adjunto muestra el resumen del estado de los contagios registrados antes de que empiece la ola ómicron por continentes y la situación particular de Perú, Israel y Australia. En total se consideran 126 países en este análisis. Se detalla también el crecimiento porcentual en los contagios desde el momento en que empieza la ola ómicron hasta la primera semana de marzo (7 de marzo). Finalmente se muestra el número promedio de días que va desde el inicio de la ola hasta la fecha del punto máximo de contagios en cada país.

CASOS ACUMULADOS ANTES DE LA OLA ÓMICRON, CRECIMIENTO DE CASOS DURANTE LA OLA ÓMICRON Y DURACIÓN DE OLA DE CONTAGIOS ÓMICRON

Continente	Promedio de casos acumulados por millón de habitantes	Crecimiento de casos durante ola ómicron	Número de días promedio entre inicio y punto máximo de contagios
África	13 128	27%	18
Asia	59 984	45%	30
Europa	134 454	62%	28
Oceanía	5 968	172%	24
Norteamérica	71 689	35%	28
Sudamérica	76 182	40%	27
Perú	68 851	43%	24
Israel	151 213	96%	21
Australia	10 050	255%	23

Fuente: Our World in Data (hasta 2022-02-18)

Notas: Norteamérica involucra 9 países entre ellos se considera Canadá y EE.UU. Sudamérica contempla Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, para Oceanía se consideran 3 países, África involucra 29, Asia 36 y Europa 39.

Lo primero que resalta es la gran variabilidad de los datos. Tanto en el conteo de casos antes del inicio de la ola ómicron como del crecimiento de casos durante la ola. Los países africanos tienen los menores niveles de contagio acumulado, mientras que los países europeos e Israel sobrepasan cien mil contagios por cada millón de habitantes.

Se observa que los países africanos y Oceanía tienen los casos acumulados y tasas de crecimiento de contagios más bajas. En Oceanía esto se debe a sus políticas estrictas contra el COVID-19. En África, este hecho puede deberse a la reducida escala de pruebas de detección de COVID-19 en estos países. El caso de los países de Sudamérica es algo similar al caso africano.

La duración de la ola de contagios, medida como la distancia en días entre el inicio de la ola ómicron y la fecha del punto máximo de contagios, es de tres semanas y media en promedio y no existe mayor variabilidad entre países y continentes. En cambio, las olas anteriores de la pandemia, entre ellas la ola delta, muestran esta medida de duración entre cinco y siete semanas.

Es posible que las estadísticas de mortalidad oficial por COVID-19 sean un poco más certeras que las estadísticas de contagios, aunque es sabido que existen problemas en cuantificar muertes por COVID-19 en muchos países. Por ello, el cuadro siguiente muestra la situación de mortalidad antes de que empiece la ola ómicron y el crecimiento del número de fallecidos durante la ola.

FALLECIMIENTOS ACUMULADOS ANTES DE LA OLA ÓMICRON, CRECIMIENTO DE FALLECIMIENTOS DURANTE LA OLA ÓMICRON Y DURACIÓN DE OLA DE MUERTES ÓMICRON

Continente	Promedio de casos acumulados por millón de habitantes	CreCIMIENTO de casos durante ola ómicron	Número de días promedio entre inicio y punto máximo de contagios
África	307	10%	22
Asia	649	14%	28
Europa	2 119	15%	27
Oceanía	53	40%	22
Norteamérica	1 276	10%	27
Sudamérica	2 389	8%	27
Perú	6 076	4%	22
Israel	888	22%	17
Australia	84	92%	22

Fuente: Our World in Data (hasta 2022-02-18)

Notas: Norteamérica involucra 9 países entre ellos se considera Canadá y EE.UU. Sudamérica contempla Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, para Oceanía se consideran 3 países, África involucra 29, Asia 36 y Europa 39.

Destaca Perú por ser el país que tiene un mayor saldo de fallecimientos al inicio de la ola ómicron (6 076 por cada millón de habitantes o 0,6 por ciento de la población). Sin embargo, Perú es uno de los países que ha tenido una ola ómicron con menor incremento de mortalidad. Esto puede deberse a dos hechos: (i) el elevado número de contagios previos que significa que un alto porcentaje de la población está inmunizada y (ii) la alta proporción de la población vacunada con dos dosis (65 por ciento de la población total al inicio de la ola ómicron).

Para entender más el efecto de un mayor nivel de contagios (y también de un mayor número de muertes) al inicio de la ola ómicron y entender el rol de las vacunaciones masivas, se define una regresión de tipo:

$$dm = \alpha_0 + \alpha_1 m_0 + \alpha_2 X + \alpha_3 vax + \alpha_4 vax \times m_0 + \mu$$

Donde dm es el crecimiento de las muertes durante la ola ómicron, m_0 es el nivel total de muertes antes de que empiece la ola, X son controles adicionales como la edad mediana en cada país, la tasa de mortalidad de enfermedades cardiovasculares, la prevalencia de diabetes y variables *dummy* de continente. La variable vax representa el porcentaje de la población que está con por lo menos dos dosis de vacuna contra el COVID-19 y el término $vax \times m_0$ es el término de interacción entre las vacunas y las muertes iniciales.

El término $(\alpha_3 + \alpha_4 m_0)$ representa al efecto marginal de las vacunas. Este efecto está determinado por la mortalidad de inicio. El signo de este término depende entonces de los signos de los coeficientes α_3 , α_4 así como de cuán grande es m_0 . En el cuadro siguiente se resumen las regresiones realizadas. El modelo [1] es una regresión típica que toma los 126 países de la muestra. El modelo [2] retira los países africanos de la muestra y el modelo [3] considera los 126 países, pero es una regresión paramétrica que considera que los errores siguen una distribución Weibull bajo el enfoque GAMLSS (Stasinopoulos y otros, 2018), es decir, se modela tanto la media como la varianza. Esta última regresión es la más plausible, dado que existe heterogeneidad en la muestra.

Se observa que el saldo de mortalidad inicial tiene un efecto negativo sobre el crecimiento de las muertes durante la ola ómicron (Modelo 3). Como se mencionó, el efecto de las vacunas en la muestra de países estudiada depende del saldo inicial de mortalidad. En la penúltima fila se calcula el umbral de



mortalidad inicial, a partir del cual, la vacunación ha tenido un impacto negativo sobre el crecimiento de la mortalidad. En el caso de la regresión [3], este valor es de 5,85 (en logaritmo), que equivale a unas 347 muertes por millón de habitantes. Esto quiere decir que países con alto saldo de mortalidad antes del inicio de la ola ómicron, son en los que la vacunación masiva ha sido más efectiva para controlar la mortalidad durante la ola ómicron.

REGRESIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA MORTALIDAD DURANTE LA OLA ÓMICRON

	[1]	[2]	[3]
Saldo de mortalidad inicial (m_0) [α_1]	-0,003 (0,01)	0,009 (0,02)	-0,096 ** (0,03)
Edad mediana	0,006*** (0,002)	0,006*** (0,002)	0,069 *** (0,035)
Tasa de mortalidad de enfermedades cardiovasculares	-0,0001 (0,0001)	-0,0002* (0,0001)	0,0003 *** (0,000)
Prevalencia de diabetes	-0,004 (0,003)	-0,006* (0,003)	-0,005 * (0,011)
Porcentaje de vacunación completa (vax) [α_3]	0,002 (0,001)	0,003 (0,002)	0,033 *** (0,008)
Asia	-0,042 (0,032)		-0,864 *** (0,159)
Europa	-0,032 (0,044)	-0,007 (0,036)	-0,352 * (0,128)
Oceanía	0,197*** (0,065)	0,252*** (0,063)	-0,017 (0,336)
Norteamérica	-0,038 (0,043)	-0,004 (0,037)	0,014 (0,128)
Sudamérica	-0,039 (0,042)	-0,010 (0,041)	0,109 (0,109)
Interacción: m_0 :vax [α_4]	-0,0004 (0,0002)	-0,005 (0,0003)	-0,0056 *** (0,001)
Constante	0,057 (0,060)	-0,038 (0,131)	-3,249 *** (0,252)
Número de observaciones	124	95	124
Umbral de mortalidad para que efecto de vacuna sea el esperado	5,85	5,80	5,85
Umbral de vacunación para que el efecto de la mortalidad inicial sea el esperado	-9,18	17,89	-16,77

Nota: Los R cuadrado ajustados en el modelo [1] y [2] son 0,34 y 0,38 respectivamente. Los códigos de significancia son: *** = 0%, ** = 0,1% y * = 1 %.

En conclusión, Perú se encuentra en el grupo de países que tienen un alto saldo de mortalidad previo al inicio de la ola ómicron. Altos niveles de mortalidad son compatibles con altos niveles de contagio y, por tanto, con alta seroprevalencia. Lo que significa que la población en su conjunto habría alcanzado una mayor inmunización natural. A su vez, Perú también alcanzó una elevada tasa de vacunación de su población. Ambos factores han permitido que la ola ómicron en Perú no sea tan adversa para el país en su conjunto en relación con la experiencia de las anteriores olas de la pandemia.

Referencias

Mostafavi, E., Dubey, A. K., Teodori, L., Ramakrishna, S., & Kaushik, A. (2022). SARS-CoV-2 Omicron variant: A next phase of the COVID-19 pandemic and a call to arms for system sciences and precision medicine. *MedComm*, 3(1), e119.

Stasinopoulos, M. D., Rigby, R. A., & Bastiani, F. D. (2018). GAMLSS: a distributional regression approach. *Statistical Modelling*, 18(3-4), 248-273.

II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

12. El resultado de la **balanza en cuenta corriente** pasó de un superávit de 0,8 por ciento del PBI en 2020 a un déficit de 2,7 por ciento del PBI en 2021, igual al déficit promedio histórico (1980-2021). La ampliación del déficit respondió a: (i) el aumento de las importaciones de bienes, reflejo de los mayores precios de insumos; (ii) las mayores utilidades de empresas con inversión directa extranjera en el país; y (iii) los mayores pagos al exterior por fletes internacionales.

Estos factores fueron contrarrestados por la sólida expansión del valor de las exportaciones, el cual alcanzó 28,1 por ciento del PBI, por encima del promedio histórico 1980-2021 de 20,4 por ciento. Finalmente, la evolución de las remesas del exterior también limitó la ampliación del déficit en cuenta corriente, por la recuperación de empleo en los principales países de los que provienen las remesas.

Se proyecta que el déficit de cuenta corriente se reduzca a 1,6 por ciento del PBI en 2022 debido a un mayor superávit comercial de bienes, impulsado por precios de exportación más altos y a un menor déficit del ingreso primario. Respecto al Reporte previo, la proyección del déficit de este año es más alta debido a la persistencia en los choques de oferta al comercio internacional, que ampliarían el déficit de servicios. En 2023, se proyecta un menor déficit respecto al año previo, de 0,6 por ciento del producto, con el inicio de la corrección de los precios de los fletes, que reduciría el déficit de servicios, así como por el continuo incremento del superávit comercial de bienes. En comparación al Reporte de diciembre, el déficit sería menor, por la gradual reducción de los precios promedio de importación.

Gráfico 24
CUENTA CORRIENTE: 2012-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.





13. La **cuenta financiera** en 2021 se elevó a US\$ 16 002 millones (7,1 por ciento del PBI) explicado por: (i) la mayor venta de activos externos de cartera neta, principalmente de las AFP (para atender requerimientos de liquidez); (ii) la inversión de cartera más elevada tras la emisión de bonos globales del Gobierno (para enfrentar la crisis asociada al COVID-19) y de bonos de Petrop Perú (para el proyecto de la Refinería de Talara); (iii) la mayor inversión directa extranjera (IDE) neta por reinversión de utilidades, como resultado de altos precios de nuestros *commodities* y la recuperación de la actividad local; y (iv) los préstamos externos más altos al Gobierno General. Por su parte, las compras de activos externos netos de corto plazo ascendieron a 7,3 por ciento del PBI en el año.

La proyección de la cuenta financiera en 2022, respecto a lo estimado en el Reporte previo, incorpora un mayor financiamiento externo (incremento de la posición deudora), debido al incremento de la inversión directa, explicado principalmente por la reinversión de utilidades, y los mayores préstamos netos por el lado de los pasivos. Por el lado de los activos se proyecta mayores compras de activos externos de cartera por parte de las AFP.

La proyección para 2023 asume un menor financiamiento externo, con una mayor recuperación de la inversión en activos externos por parte de las AFP, lo que compensaría la mayor inversión directa por el lado de los pasivos, tras la finalización del escenario de pandemia.

Cuadro 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-6 148	-3 182	-3 955	-2 154	-1 533
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,7	-1,3	-1,6	-0,8	-0,6
1. Balanza comercial	14 800	15 592	16 395	16 320	17 847
a. Exportaciones	63 106	66 836	71 104	70 324	74 671
<i>De las cuales:</i>					
i) Tradicionales	46 541	49 028	52 729	51 093	54 916
ii) No Tradicionales	16 372	17 618	18 151	19 043	19 569
b. Importaciones	48 307	51 244	54 709	54 004	56 824
2. Servicios	-6 874	-6 995	-8 054	-6 102	-6 716
3. Ingreso primario (similar a renta de factores)	-18 178	-15 879	-16 683	-16 620	-16 931
4. Ingreso secundario (transferencias)	4 104	4 100	4 387	4 248	4 267
Del cual: Remesas del exterior	3 592	3 704	3 735	3 853	3 885
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-16 002	-3 183	-3 954	-2 154	-1 534
1. Sector privado	-409	-301	-875	-577	42
a. Largo plazo	-16 861	-301	-875	-577	42
b. Corto plazo	16 451	0	0	0	0
2. Sector público 2/	-15 592	-2 882	-3 079	-1 577	-1 575
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-5 443	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	4 410	0	0	0	0
IV= (I+III) - II = (1-2)					
1. Variación del saldo de RIN	3 789	0	0	0	0
2. Efecto valuación	-622	0	0	0	0

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

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

R.I.: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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

El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó US\$ 14 800 millones en 2021, monto superior en US\$ 6 603 millones al registrado en el mismo periodo de 2020 (US\$ 8 196 millones). Este resultado estuvo sustentado en la expansión de los términos de intercambio, atribuida al incremento en las cotizaciones de los metales industriales, lo que influyó positivamente en el mayor precio pagado por nuestros productos tradicionales embarcados (40,5 por ciento). Contribuyó además la recuperación de la demanda global por nuestras exportaciones no tradicionales y el aprovechamiento de las restricciones de comercio entre Estados Unidos y China (cuellos de botella en el transporte marítimo) y de las nuevas condiciones asociadas con la pandemia.

La balanza comercial registró en enero de 2022 un superávit mensual de US\$ 1 030 millones. Las exportaciones sumaron US\$ 5 269 millones, superiores en 16,2 por ciento (US\$ 734 millones) a las de enero de 2021, resultado de los altos precios de los metales y la recuperación de la actividad. Por su parte, las importaciones ascendieron a US\$ 4 239 millones, mayores en 25,9 por ciento (US\$ 871 millones) a lo reportado en enero de 2021, con incrementos generalizados debido principalmente a los precios más altos de importación, y en menor medida, a los mayores volúmenes importados.

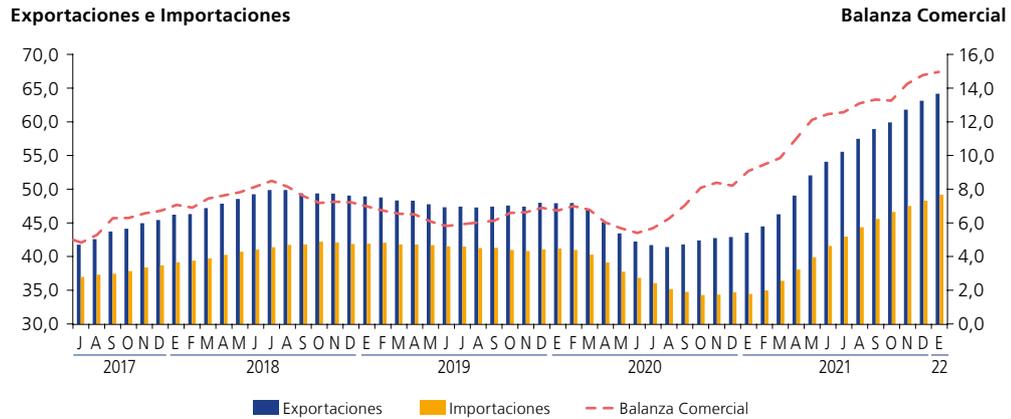
Con esta evolución se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de US\$ 16 395 millones en 2022, superior en US\$ 803 millones a la prevista en el Reporte previo, sustentado en precios promedio de exportación más altos, principalmente de productos tradicionales mineros. Para 2023, se espera una ampliación del superávit comercial a US\$ 17 847 millones, monto mayor en US\$ 1 527 millones al proyectado en el Reporte previo, reflejo de la mayor caída de los precios promedio de importación con relación a los precios promedio de los productos exportados. Esta evolución se debería al impacto significativo en el corto plazo del conflicto entre Rusia y Ucrania en los precios de los *commodities*, que se corregiría paulatinamente.

La proyección de los **volúmenes exportados** en 2022 incorpora un mayor crecimiento por la revisión al alza de los productos no tradicionales (principalmente agropecuarios y textiles). Para 2023, los volúmenes embarcados están en línea con la proyección de producción; luego de superadas las dificultades logísticas del comercio internacional. Por su parte, los **volúmenes importados** esperados para 2022 y 2023 se mantienen respecto a la proyección del Reporte de diciembre. Se registrarían mayores compras en los rubros de insumos industriales, alimentos, bienes de consumo y, en menor medida, en bienes de capital.

En 2022 los **precios de exportación** promedio estarían sustentados en las altas cotizaciones de *commodities* (cobre, oro, zinc y gas). Hacia el final del horizonte de proyección los precios promedio de los productos embarcados se contraerían; mientras que los de importación se revisan al alza en 2022, siguiendo la evolución alcista del precio del petróleo, exacerbada aún más por las tensiones geopolíticas luego de la incursión de Rusia en Ucrania. Hacia 2023, los **precios de importación** se contraerían más que los precios de exportación.



Gráfico 25
BALANZA COMERCIAL, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
 (Acumulado últimos doce meses - Miles de millones de US\$)



Fuente: BCRP y SUNAT.

Gráfico 26
BALANZA COMERCIAL DE BIENES
 (Millones de US\$)



* Proyección.
 Fuente: BCRP.

14. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 63 106 millones en 2021, cifra superior en US\$ 20 201 millones a la registrada en 2020 (crecimiento de 47,1 por ciento) y el máximo nivel alcanzado como porcentaje del producto (28,1 por ciento). El resultado del año estuvo determinado por un incremento de US\$ 16 528 millones en el valor de los productos tradicionales exportados y, en menor medida, al aumento de US\$ 3 602 millones de los embarques de productos no tradicionales. El incremento del primero obedeció al aumento de 40,5 por ciento del precio promedio, principalmente de minerales como zinc y cobre; mientras que la expansión de las exportaciones no tradicionales se debió en mayor magnitud al incremento de 20,2 por ciento en el volumen embarcado.

En 2022 el valor de las exportaciones se revisa al alza y estaría sustentado por los mayores precios de productos tradicionales, tales como café, zinc, cobre y oro y el inicio de operación comercial de Quellaveco. Esta evolución se debe a la recuperación de la actividad mundial, aunque más acotada, en un entorno de continuidad de los choques de oferta asociados a los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros, los conflictos sociales que afectan las actividades extractivas locales, las

tensiones geopolíticas con la invasión de Rusia en Ucrania y los altos costos de energía y granos.

Para 2023 se esperaría un crecimiento, similar al del Reporte previo, de los embarques de productos tradicionales y no tradicionales, en un contexto de normalización de la producción y oferta minera local así como también de finalización de las restricciones logísticas en el comercio internacional. La proyección incorpora una revisión a la baja en la proyección de los precios de metales en 2023.

15. Las **importaciones** sumaron US\$ 48 307 millones en 2021, lo que representó un incremento de US\$ 13 598 millones (39,2 por ciento) con respecto al año previo. Este resultado refleja principalmente los mayores precios de insumos y la recuperación de los volúmenes importados de bienes de consumo, insumos y bienes de capital.

Para 2022 se espera que se mantengan los volúmenes importados respecto a lo previsto en el Reporte de diciembre, siguiendo la evolución de la demanda interna. Igualmente, en 2023 se mantiene lo proyectado en el Reporte previo, la evolución del año estaría sustentada en el aumento de las importaciones de la mayoría de insumos industriales, alimentos, bienes de consumo y, en menor medida, las adquisiciones de bienes de capital.

Se proyecta para 2022 un incremento de los precios de importación, resultado del aumento de la cotización del petróleo y gas, reflejo de la crisis energética, aunado a las tensiones geopolíticas generadas tras el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Cuadro 12
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
1. Valor:					
Exportaciones	47,1	8,0	12,7	5,2	5,0
<i>Productos tradicionales</i>	55,1	7,6	13,3	4,2	4,1
<i>Productos no tradicionales</i>	28,2	9,0	10,9	8,1	7,8
Importaciones	39,2	8,5	13,3	5,4	3,9
2. Volumen:					
Exportaciones	12,8	5,8	5,7	5,9	5,9
<i>Productos tradicionales</i>	10,4	6,2	5,5	6,5	6,4
<i>Productos no tradicionales</i>	20,2	5,0	6,4	5,0	5,0
Importaciones	19,4	4,7	4,7	5,4	5,4
3. Precio:					
Exportaciones	30,3	2,1	6,6	-0,6	-0,9
<i>Productos tradicionales</i>	40,5	1,4	7,3	-2,2	-2,1
<i>Productos no tradicionales</i>	6,7	3,8	4,2	2,9	2,7
Importaciones	16,6	3,6	8,1	0,0	-1,5

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Términos de intercambio

16. Los **términos de intercambio** de bienes registraron un avance de 11,8 por ciento en 2021, sustentado en las cotizaciones más altas de los metales, que superaron las alzas de los precios de la energía, combustibles y alimentos, en un entorno de recuperación de





la demanda global, choques de oferta y menores inventarios de algunos *commodities*. El incremento de 2021 fue el mayor de los últimos diez años.

Para **2022** los términos de intercambio retrocederían 1,4 por ciento, tasa menor a la proyectada en el Reporte de diciembre (-1,5 por ciento). Esta proyección incorpora el alza de las cotizaciones de metales, resultado de la recuperación económica global y restricciones de oferta. Este resultado sería más que compensado por la revisión al alza del precio promedio de importación, liderado por el incremento de las cotizaciones de petróleo y alimentos, principalmente trigo y maíz.

En el caso de los metales básicos, se ha revisado al alza la proyección respecto a la estimación del Reporte de Inflación de diciembre. No obstante, las recientes presiones al alza se verían compensadas por el menor dinamismo previsto en China y en algunas economías desarrolladas y con un aumento esperado de la oferta. Respecto a los precios de importación, los precios de los alimentos (principalmente el trigo), del petróleo y fertilizantes se revisan al alza debido al impacto del conflicto Rusia-Ucrania sobre éstos dada la importancia de estos países en la oferta mundial; y en general los precios de los insumos industriales seguirían afectados por los cuellos de botella en la cadena de suministros. Además, de concretarse el impacto negativo del Fenómeno La Niña sobre los cultivos en Sudamérica y Estados Unidos, los precios podrían continuar presionados al alza.

Los términos de intercambio se recuperarían en 0,6 por ciento en **2023**, en contraste con la tasa de contracción de 0,7 por ciento prevista en el Reporte de diciembre. Se prevé que, a pesar de la crisis energética y los precios al alza del gas por los últimos eventos geopolíticos, se inicie una gradual recuperación en el abastecimiento en dicho año. Hacia el final del horizonte se prevé una reducción del precio del petróleo respecto al año previo, aunque los precios de alimentos se mantendrían elevados, afectados por las limitaciones de oferta, particularmente de Ucrania.

Cuadro 13
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2021-2023

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
Términos de intercambio					
<i>Var % anual (promedio)</i>	11,8	-1,5	-1,4	-0,7	0,6
Precios de Exportaciones					
<i>Var % anual (promedio)</i>	30,3	2,1	6,6	-0,6	-0,9
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	422	435	451	428	444
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	136	146	162	136	152
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	100	105	104	102	101
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1799	1831	1861	1845	1892
Precios de Importaciones					
<i>Var % anual (promedio)</i>	16,6	3,6	8,1	0,0	-1,5
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	68	75	86	68	77
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	259	287	294	278	288
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	226	223	244	212	230

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 27
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual acumulada 12 meses)

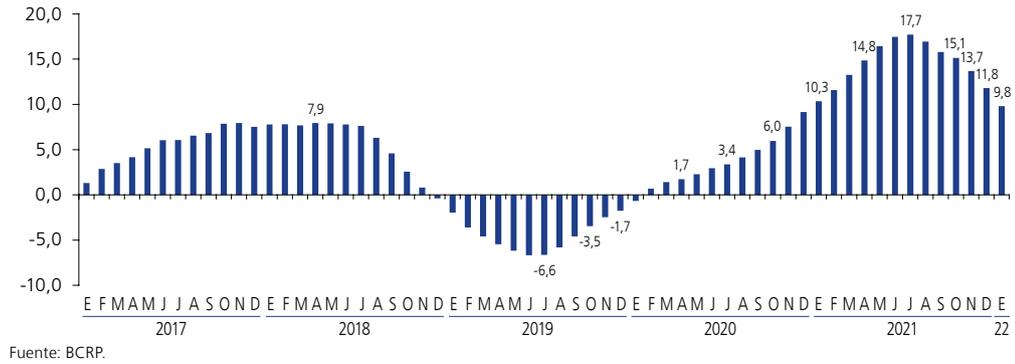
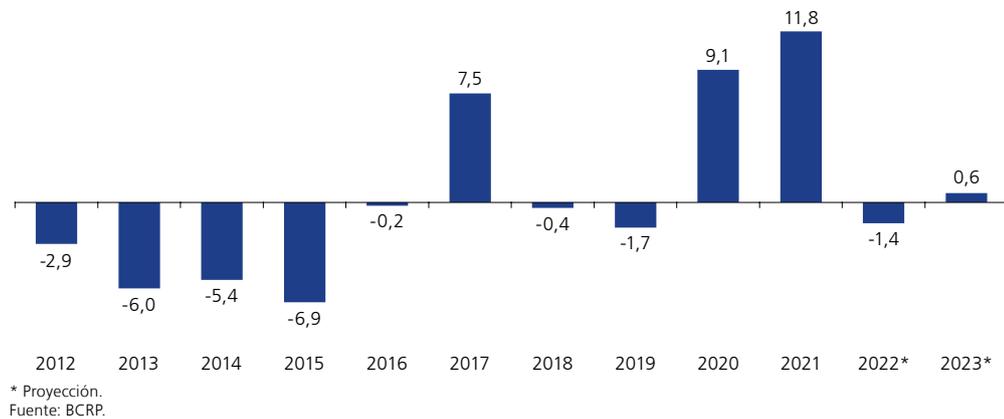
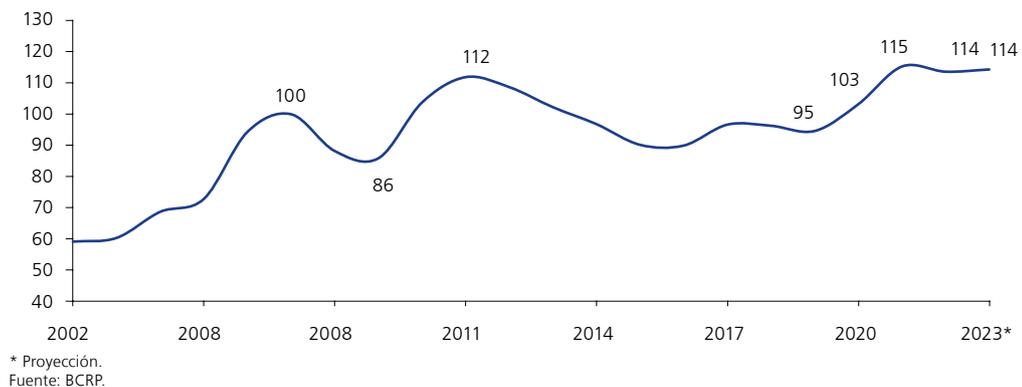


Gráfico 28
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2023
(Variación porcentual promedio anual)



Con la proyección actual, el nivel promedio de los términos de intercambio entre 2020 y 2023 continuaría siendo el más alto de los últimos 20 años.

Gráfico 29
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2023
(Índice 100 = 2007)



**Financiamiento externo**

17. El **financiamiento externo del sector privado** totalizó en 2021 US\$ 16 861 millones (equivalente a 7,5 por ciento del producto y superior al promedio histórico observado de 3,7 por ciento), cifra mayor en US\$ 17 957 millones a la de 2020, explicado por la mayor inversión directa (reinversión de utilidades) y los mayores préstamos netos de largo plazo, por el lado de los pasivos, y la menor inversión de cartera en el exterior (principalmente liquidación de activos de los fondos mutuos y de las AFP para atender los retiros autorizados), por el lado de los activos.

La cuenta financiera de largo plazo del sector privado en 2022 implicaría una menor posición deudora neta respecto al año previo, debido a la reanudación de las compras de activos externos de cartera por parte de las AFP, una menor IDE y mayores amortizaciones netas de préstamos. Respecto al Reporte previo, se prevé un mayor ritmo de compras de activos de cartera en el exterior, así como menores amortizaciones e IDE más elevada.

Cuadro 14
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO 1/
(Millones de US\$)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
SECTOR PRIVADO (A + B)	-409	-301	-875	-577	42
Porcentaje del PBI	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	-16 861	-301	-875	-577	42
1. ACTIVOS	-9 121	2 012	2 616	2 208	3 991
Inversión directa	1 371	0	-4	0	-3
Inversión de cartera 2/	-10 492	2 013	2 620	2 208	3 995
2. PASIVOS 3/	7 740	2 314	3 491	2 785	3 949
Inversión directa	7 514	5 138	6 037	5 708	6 422
Inversión de cartera 4/	1 152	1 199	1 000	719	930
Préstamos de Largo Plazo	-925	-4 023	-3 545	-3 642	-3 403
B. CORTO PLAZO	16 451	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).

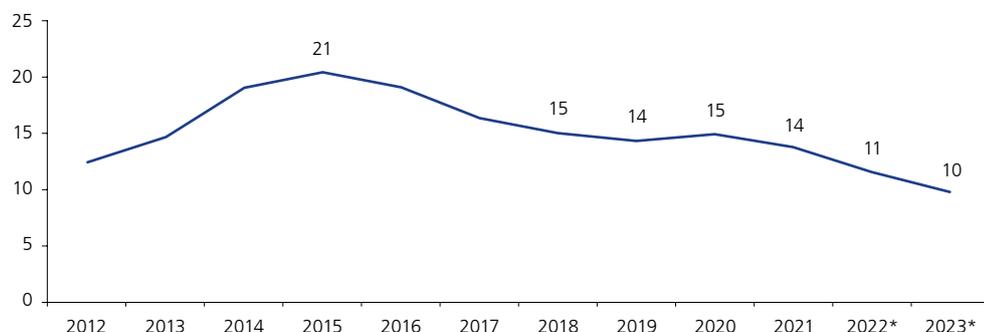
2/ Comprende acciones y otros activos del exterior del sector financiero y no financiero. Incluye derivados financieros.

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

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.

Gráfico 30
**SALDO DE DEUDA EXTERNA
DE MEDIANO Y LARGO PLAZO PRIVADA: 2012 - 2023**
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

En 2023 la cuenta financiera privada de largo plazo reduciría su posición deudora neta, puesto que se espera una recuperación de las compras de activos en el exterior. Este mayor ritmo también explica la revisión en comparación al Reporte previo.

18. El **financiamiento externo del sector público** de 2021 ascendió a US\$ 15 592 millones, producto de la mayor deuda externa (emisión de bonos globales por US\$ 10,2 mil millones), créditos de organismos internacionales (US\$ 2,8 mil millones), la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI (US\$ 1 811 millones) y la reapertura del bono corporativo de Petroperú con vencimiento en 2047 (US\$ 1 000 millones). Limitó esta tendencia en el financiamiento la venta de bonos soberanos en manos de no residentes (US\$ 313 millones). El mayor endeudamiento estuvo asociado a los requerimientos de financiamiento para revertir el impacto de la crisis del COVID-19 en el país.

El requerimiento de financiamiento externo del sector público se reduciría en el horizonte de proyección, en línea con los menores gastos relacionados a la pandemia. En comparación al Reporte previo, la cuenta financiera pública de 2022 incorpora un ligero aumento en los pasivos, explicado en parte por una leve mayor demanda de inversionistas no residentes por bonos globales.

Cuadro 15
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO 1/
(Millones de US\$)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Dic.21
I. ACTIVOS	15	140	88	140	140
II. PASIVOS (1 + 2 + 3) 2/	15 608	3 022	3 167	1 717	1 715
1. Inversión de cartera	11 525	3 364	3 417	2 030	2 030
Emisiones	11 240	1 500	1 500	500	500
Amortizaciones	0	-136	-136	-650	-650
Otras operaciones (a - b) 3/	285	2 000	2 053	2 180	2 180
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	-313	2 000	2 000	2 180	2 180
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-598	0	-53	0	0
2. Préstamos	2 271	-342	-250	-314	-315
Desembolsos	2 780	710	807	740	741
Amortizaciones	-509	-1 053	-1 057	-1 054	-1 056
3. BCRP: otras operaciones 4/	1 811	0	0	0	0
III. TOTAL (I - II)	-15 592	-2 882	-3 079	-1 577	-1 575

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/ Deuda de mediano y largo plazo. 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.

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





Cuadro 16
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
Reservas Internacionales como porcentaje de:							
a. PBI	29,7	26,7	29,6	36,4	34,9	32,1	30,0
b. Deuda externa de corto plazo 1/	414	343	498	561	518	502	502
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	351	281	424	635	368	401	458

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

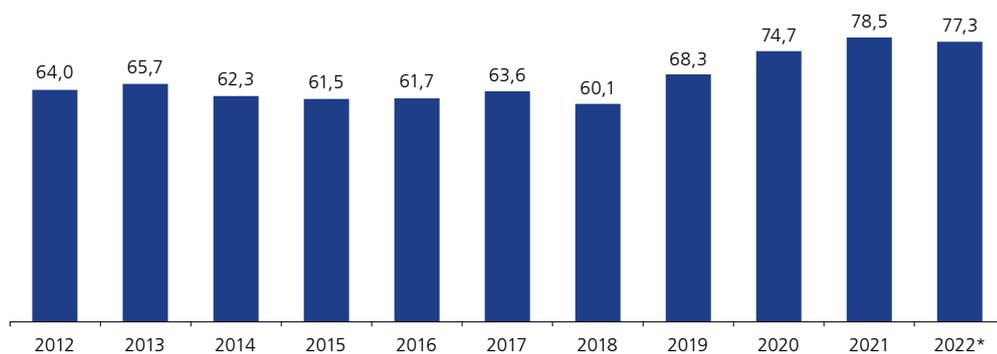
* Proyección.

Fuente: BCRP.

20. El nivel de las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** se ubicó en US\$ 78 495 millones al cierre de 2021, monto superior en US\$ 3 789 millones al observado al final de igual periodo de 2020. La acumulación de RIN durante el año se debió en mayor magnitud a operaciones cambiarias de US\$ 11 752 millones con el sector público e incremento de depósitos de intermediarios financieros en el BCRP por US\$ 3 159 millones. Ello fue compensado parcialmente por ventas netas en mesa de US\$ 11 626 millones, dirigidas a mitigar la volatilidad del tipo de cambio.

Al 16 de marzo, las reservas internacionales han disminuido en US\$ 1 182 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 77 313 millones. Este resultado se explica por la caída en US\$ 200 millones de los depósitos del sistema financiero en el BCRP sumado a US\$ 268 millones de los depósitos del sector público en el BCRP.

Gráfico 31
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2012 - 2022
(Miles de millones de US\$)



* Al 16 de marzo.

Fuente: BCRP.

Recuadro 3 COMERCIO EXTERIOR CON RUSIA Y UCRANIA

A raíz del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, se ha elaborado el presente recuadro para informar la situación actual del comercio exterior de Perú con estas dos economías.

En 2021, las exportaciones a Rusia y Ucrania representaron solamente un 0,3 y 0,01 por ciento del total del valor exportado, no obstante, resalta el hecho de una mayor participación de los productos no tradicionales en los envíos a ambos países. Para el caso de Rusia, destacan las exportaciones de uvas (12,1 por ciento), paltas (12,1 por ciento), pota congelada (10,0 por ciento) y granadas (6,6 por ciento). Respecto a las frutas, las exportaciones a Rusia no excedieron el 5 por ciento del total exportado de cada producto, salvo en el caso de las granadas, cuya participación fue de 16 por ciento. En adición, debido a la estacionalidad (marzo-abril-mayo), los productos más afectados serían las granadas, paltas y mangos en caso de una prolongación del conflicto.

EXPORTACIONES A RUSIA (Millones de US\$)

	2019	2020	2021*	Partic.21 (%)	
Total	212	134	195	100,0	
Tradicionales	92	12	46	23,6	
Plomo concentrado	0	0	38	19,2	
Café sin tostar	5	8	7	3,8	
Oro	0	0	1	0,5	
Azúcar de caña	0	0	0	0,0	
Cobre	85	2	0	0,0	
Estaño	2	2	0	0,0	
Petróleo	1	0	0	0,0	
No Tradicionales	119	123	149	76,4	
Uvas frescas	16	19	24	12,1	
Palta fresca	9	23	24	12,1	
Pota congelada	9	10	20	10,0	
Granadas frescas	12	10	13	6,6	
Mangos frescos	4	10	9	4,7	
Mandarina fresca	7	12	11	5,7	
Jibias, globitos, calamares y potas	13	7	7	3,5	
Lacas colorantes	5	5	6	2,9	
Nueces de Brasil	3	1	4	1,9	
Jengibre (kión)	1	3	3	1,7	
Resto	41	22	30	15,3	

2021: % de Rusia en Total	
Uvas frescas	2
Palta fresca	2
Granadas frescas	16
Mangos frescos	3
Mandarina	5
Café	1

Fuente: Sunat.
* Preliminar.

En el caso de Ucrania, resaltan los embarques de pota congelada (29,3 por ciento) y trucha congelada (22,3 por ciento).



**EXPORTACIONES A UCRANIA**

(Millones de US\$)

	2019	2020	2021*	Partic.21 (%)
Total	3,2	4,9	8,6	100,0
Tradicionales	0,0	0,1	0,2	2,6
Café sin tostar	0,0	0,1	0,2	2,6
Aceite de pescado	0,0	0,0	0,0	0,0
No Tradicionales	3,2	4,8	8,3	97,4
Pota congelada	0,8	1,3	2,5	29,3
Trucha congelada	0,0	0,9	1,9	22,3
Autopropulsoras	0,0	0,0	0,6	7,0
Nueces de Brasil	0,1	0,2	0,5	6,3
Jengibre (kión)	0,0	0,3	0,5	5,7
Resto	2,4	2,1	2,3	26,8

Fuente: Sunat.

* Preliminar.

Las importaciones provenientes de Rusia y Ucrania representaron un 1,1 y 0,3 por ciento del total importado en 2021, respectivamente. Las importaciones de Rusia son en su mayoría insumos industriales como los abonos (61,2 por ciento), hierro y acero (7,6 por ciento) y plásticos (5,1 por ciento) y en una menor proporción los bienes de capital como las aeronaves (7,1 por ciento). Los abonos originarios de Rusia representan más del 50 por ciento de total importado de este producto. Asimismo, Rusia solo cuenta con una participación del 3,0 por ciento en el total importado de trigo en Perú, por debajo de Canadá, Estados Unidos y Argentina.

IMPORTACIONES ORIGINARIAS DE RUSIA

(Millones de US\$)

	2019	2020	2021*	Partic.21 (%)
Importaciones totales	319	238	545	100,0
Insumos	306	227	489	89,7
Abonos	222	175	333	61,2
Hierro y acero	26	12	42	7,6
Plásticos	3	5	28	5,1
Papel y cartón	13	6	16	2,9
Productos químicos inorgánicos	11	11	12	2,3
Caucho en bruto	7	4	9	1,7
Productos químicos orgánicos	4	3	9	1,7
Resto	22	10	40	7,3
Bienes de capital	11	9	54	9,9
Aeronaves y equipo conexo	4	3	39	7,1
Tubos, caños y perfiles huecos y accesorios	0	0	7	1,2
Vehículos automotores para el transporte de mercancía	0	1	2	0,3
Herramientas de uso manual o de uso de máquinas	3	1	2	0,3
Instrumentos y aparatos de medición	1	0	1	0,1
Resto	3	3	5	0,8
Bienes de Consumo	2	2	2	0,4
Productos de limpieza	1	0	1	0,1
Perfumería y cosméticos	1	1	1	0,1
Instrumentos musicales y sus piezas	0	0	1	0,1
Resto	0	1	0	0,1

Fuente: Sunat.

* Preliminar.

Para el caso de Ucrania, resalta principalmente las importaciones de hierro y acero (77,2 por ciento) y barras y perfiles de hierro sin alear (14,6 por ciento).

IMPORTACIONES ORIGINARIAS DE UCRANIA

(Millones de US\$)

	2019	2020	2021*	Partic.21 (%)
Importaciones totales	29	75	139	100,0
Insumos	23	69	111	79,7
Hierro y acero	22	68	107	77,2
Papel y cartón	-	-	1	0,5
Manufacturas de minerales no metálicos	0	0	1	0,4
Productos químicos	0	1	0	0,3
Abonos (úrea)	-	-	-	n.a.
Resto	0	0	2	1,4
Bienes de capital	4	2	24	17,5
Barras y perfiles de hierro sin alear	-	0	20	14,6
Motores de combustión interna	1	0	1	0,8
Instrumentos y aparatos de medicina, cirugía	0	0	1	0,6
Bombas para líquidos	0	0	0	0,3
Equipos de telecomunicaciones	2	0	0	0,2
Resto	1	1	1	1,0
Bienes de Consumo	2	4	4	2,7
Aceite de girasol	1	3	3	2,2
Leche, crema y productos lácteos	0	0	0	0,1
Artículos impresos	0	0	0	0,0
Resto	1	1	1	0,5

Fuente: Sunat.

* Preliminar.



III. Actividad económica

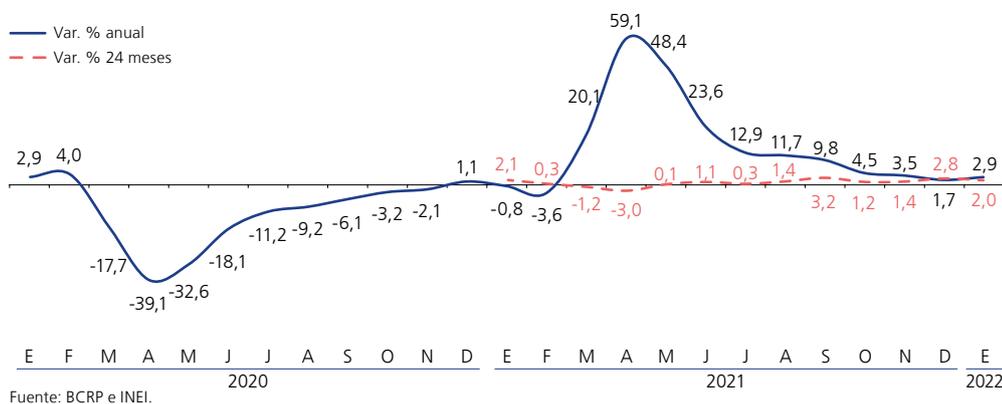
PBI sectorial

18. La actividad económica de 2021 se ubicó ligeramente por encima del nivel de 2019 (0,8 por ciento) y registró un incremento interanual de 13,3 por ciento, principalmente por las política fiscal y monetaria expansivas, una baja base comparativa y la flexibilización de las medidas sanitarias tras el avance del proceso de vacunación local y global.

A pesar de la incertidumbre política y su impacto negativo sobre las expectativas acerca del futuro de la economía, la evolución del PBI mensual muestra un crecimiento continuo desde mayo de 2021, respecto a los niveles de 2019. Los sectores con mayor dinamismo fueron construcción, manufactura no primaria, comercio y algunas ramas del sector servicios, entre las que destacan telecomunicaciones, y financiero y seguros.

Construcción destaca como el primer sector no esencial cuya actividad se recuperó desde la segunda mitad de 2020 y continuó creciendo en 2021 impulsada por la autoconstrucción y proyectos privados. Asimismo, en 2021 y al presente resalta la recuperación de los servicios, que en meses recientes se ha observado también en algunas ramas con alto contacto de personas como restaurantes y hoteles. Este desarrollo se atribuye al avance del proceso de vacunación y ha compensado la reciente moderación en el crecimiento de la construcción.

Gráfico 32
PBI REAL

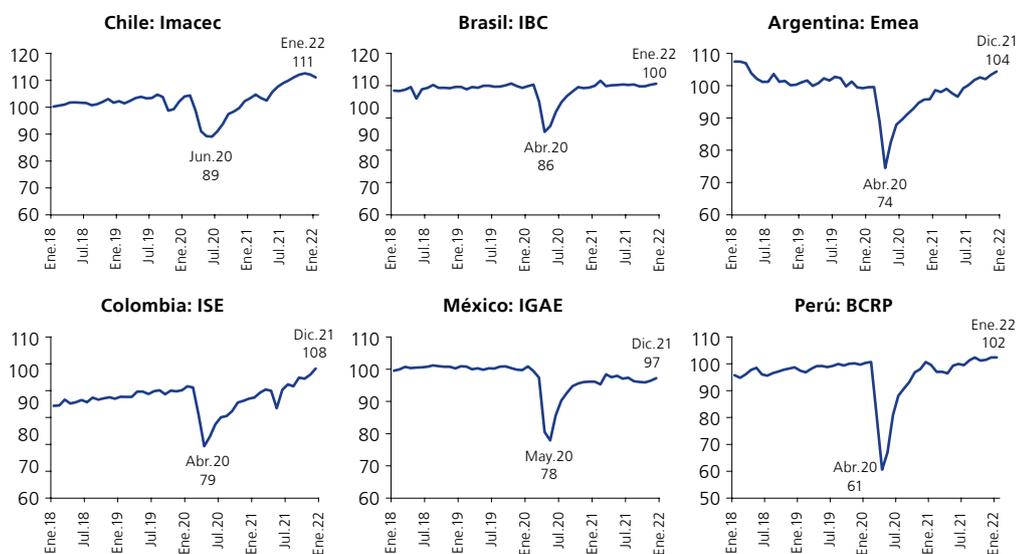


Por otro lado, las restricciones que se han mantenido vigentes hasta enero de 2022 continuaron afectando la dinámica de algunos sectores, como los servicios relacionados a transporte y entretenimiento. Asimismo, la producción primaria de los últimos meses del año estuvo limitada por los resultados de pesca (cumplimiento de cuotas de captura

de bonito, caballa y jurel), minería (problemas sociales registrados en departamentos principalmente ubicados en el sur del país), e hidrocarburos (paralización de algunos lotes por mantenimientos y fallas registradas en las plantas).

19. El índice desestacionalizado del PBI, desde agosto de 2021, ha superado durante seis meses consecutivos su nivel previo a la crisis (cuarto trimestre de 2019). En enero se ubicó 2,4 por ciento por encima de su nivel previo a la pandemia, aumentando ligeramente respecto a lo alcanzado el mes anterior. En términos trimestrales, el PBI del cuarto trimestre de 2021 se posicionó 1,8 por ciento por encima del resultado del mismo trimestre de 2019.

Gráfico 33
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LA REGIÓN
(Base 100 = IVT.19)



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

Cuadro 17
PBI REAL
(Variación % respecto al mismo trimestre de 2019)*

	2020				2021			
	IT	IIT	IIIT	IVT	IT	IIT	IIIT	IVT
Alemania	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-4,5	-2,1	-0,9	-1,2
Francia	-5,5	-18,6	-3,6	-4,3	-3,9	-3,1	-0,2	0,9
Italia	-5,8	-18,2	-5,2	-6,5	-6,5	-4,3	-1,5	-0,5
España	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-8,4	-7,6	-5,6	-4,1
Países Bajos	-0,2	-9,2	-2,6	-2,9	-2,6	0,2	2,5	3,1
Reino Unido	-2,1	-21,2	-7,8	-6,4	-7,0	-1,8	-1,3	-0,3
Estados Unidos	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	1,1	2,0	1,9	3,2
Argentina**	-5,0	-19,0	-10,2	-4,3	-2,2	-4,5	0,5	3,6
Brasil	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,2	0,3	0,2	0,7
Chile	0,2	-14,2	-9,0	0,0	0,8	1,3	6,7	12,0
Colombia	0,6	-15,8	-8,4	-3,6	1,4	-1,1	4,0	6,8
México	-1,0	-18,7	-8,5	-4,4	-4,8	-2,5	-4,4	-3,3
Perú	-3,9	-29,9	-8,8	-1,3	0,4	-0,6	1,6	1,8

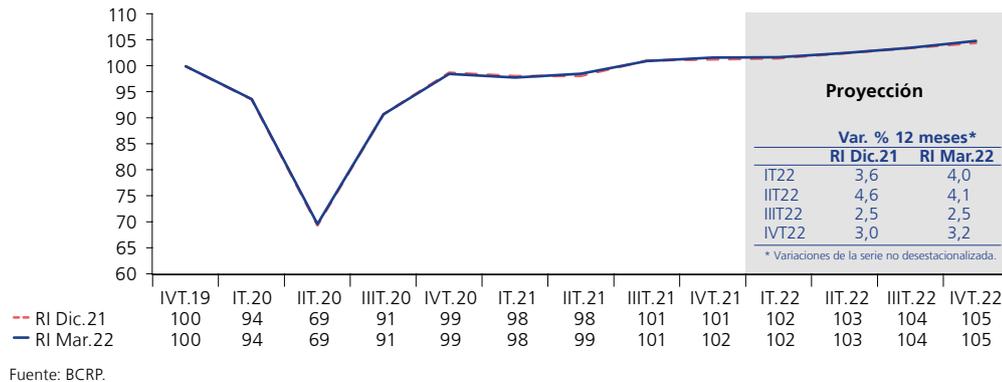
*Las variaciones de 2021 respecto a 2019 son cálculos propios a partir de las variaciones interanuales a un decimal.

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

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



Gráfico 34
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2022
 (Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100)



20. Se espera que la economía crezca 3,4 por ciento en 2022. La inmunización de la mayor parte de la población permitiría que la actividad económica continúe recuperándose en el presente año, a través de la normalización gradual de los hábitos de gasto y el levantamiento de las restricciones sanitarias que se mantienen a la fecha, lo que impulsaría la actividad de los sectores no primarios y la recuperación del mercado laboral. Además, se espera un año con condiciones normales para la pesca, una normalización de la producción de hidrocarburos y la entrada en operación del proyecto Quellaveco.
21. La normalización de la actividad local y global, junto al de los hábitos de consumo, sería parcialmente amortiguada por el efecto de la menor confianza de los agentes sobre el futuro de la economía. La menor confianza empresarial afectaría las decisiones de inversión y, por consiguiente, los planes futuros de producción. Este impacto negativo también se tomó en cuenta en el Reporte previo, por lo cual se ha mantenido inalterada la proyección del crecimiento de 2022. Asimismo, de acuerdo al ritmo de recuperación previsto, las actividades relacionadas al turismo y restaurantes alcanzarían sus niveles previos a la crisis en 2023.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales reales)

	2021	2022*		2023*		
		Enero	RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
PBI primario	5,5	1,7	5,3	5,3	5,8	5,8
Agropecuaria	3,8	5,0	2,7	2,7	2,8	2,8
Pesca	2,8	-30,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Minería metálica	9,7	3,6	5,9	5,9	8,4	8,4
Hidrocarburos	-4,6	9,8	13,4	13,4	4,0	4,0
Manufactura	1,9	-6,8	4,1	4,1	3,5	3,5
PBI no primario	15,6	3,2	2,9	2,9	2,5	2,5
Manufactura	24,6	0,5	1,4	1,4	3,3	3,3
Electricidad y agua	8,6	3,1	1,7	2,3	5,0	5,0
Construcción	34,9	-0,6	0,5	0,5	2,5	2,5
Comercio	17,8	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5
Servicios	11,8	4,3	3,7	3,7	2,3	2,3
Producto Bruto Interno	13,3	2,9	3,4	3,4	3,2	3,2

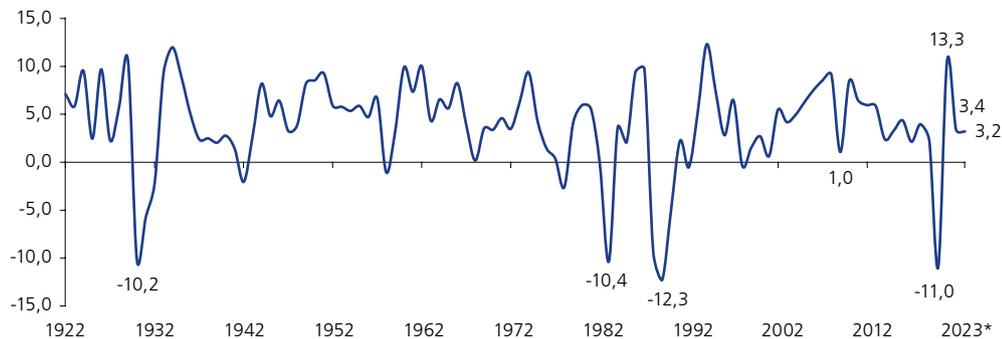
RI: Reporte de Inflación

*Los dos últimas columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual.

Fuente: BCRP.

La economía proseguiría con un crecimiento de 3,2 por ciento en 2023, en un entorno en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios y en el que se preserve la estabilidad macroeconómica y financiera, lo que impulsaría la ejecución de proyectos de inversión y la generación de nuevos puestos de trabajo.

Gráfico 35
PBI TOTAL, 1922-2023
(Variación % anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

- a) El sector **agropecuario** creció 3,8 por ciento en 2021. El sector mantuvo su dinamismo como proveedor mundial de frutas frescas (arándano, uva y palta) y respondió al incentivo de incremento en el precio de los *commodities*, como aceites vegetales, aumentando las cosechas de palma aceitera y las siembras de maíz amarillo duro. Además, la producción de papa y arroz se recuperó de atrasos en el ciclo de lluvias, que afectaron las siembras. También aumentó la oferta de carne de ave para abastecer la demanda interna. Con estos resultados, el sector acumuló diecisiete años de crecimiento continuo.

Se mantiene la proyección para 2022 y 2023 con tasas de crecimiento de 2,7 y 2,8 por ciento, respectivamente. En ambos años, se espera que continúe el crecimiento de la agroexportación (arándanos, uvas, paltas y cacao) y que se recupere el subsector pecuario (carne de ave), para abastecer la demanda de restaurantes, en un contexto de mejor control de la pandemia. Adicionalmente, en 2022 contribuirá la recuperación de la producción de arroz, afectada por déficit hídrico en la campaña anterior.

- b) El **sector pesca** creció 2,8 por ciento en 2021 por la mayor captura de anchoveta destinada a consumo industrial (19,7 por ciento). Este crecimiento fue parcialmente compensado por la menor pesca para consumo humano (-5,2 por ciento), asociada a las menores cuotas anuales de diversas especies como bonito, caballa y jurel.

Se espera que la actividad del sector aumente 4,4 por ciento en 2022 y 2023, igual a lo proyectado en el Reporte previo. Ello es consistente con condiciones climáticas favorables para la captura de anchoveta, por las anomalías de temperatura negativas a inicios de 2022, así como condiciones climáticas normales y campañas de anchoveta históricamente promedio en 2023.

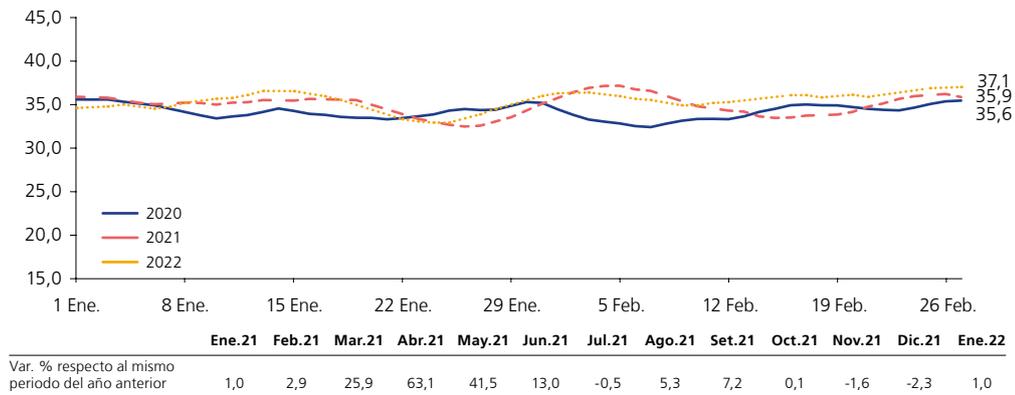


- c) En **2021** el sector **minería metálica** creció 9,7 por ciento por la mayor extracción de todos los metales, en especial de cobre (6,5 por ciento), zinc (14,8 por ciento) y plata (21,5 por ciento), principalmente por el efecto estadístico de 2020, en donde las operaciones del sector se vieron restringidas y suspendidas a lo largo del año.

En el cuarto trimestre de 2021 la producción del sector se contrajo 4,2 por ciento interanual, mostrando una desaceleración principalmente por los conflictos sociales registrados en Ancash, Ayacucho, Cusco, Apurímac, entre otros. La producción de cobre en el trimestre se redujo 3,6 por ciento, la del zinc en 17,5 por ciento, la de hierro cayó 9,4 por ciento y la de plomo se contrajo en 6,5 por ciento. Asimismo, la producción de oro estuvo afectada por el menor registro de la minería artesanal; y la producción de plata y plomo fue perjudicada por la paralización de la compañía minera Raura.

Durante los primeros meses del primer trimestre de 2022, el consumo de electricidad registró tasas positivas, por el incremento en la demanda de la mayoría de minas.

Gráfico 36
CONSUMO DIARIO DE ELECTRICIDAD DE EMPRESAS MINERAS
(Gwh - Promedio 7 días)

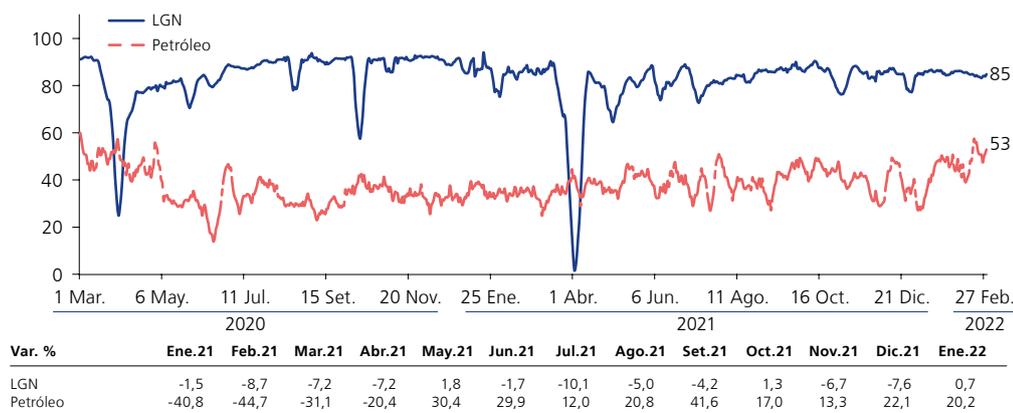


Fuente: COES.

Para **2022**, la producción del sector minería metálica se incrementaría 5,9 por ciento, por la mayor producción de Toromocho, Mina Justa y Constancia (Pampacancha), además de la entrada en operación del proyecto de Quellaveco. Para **2023**, se espera que el sector crezca 8,4 por ciento, asociado a la mayor producción de Quellaveco.

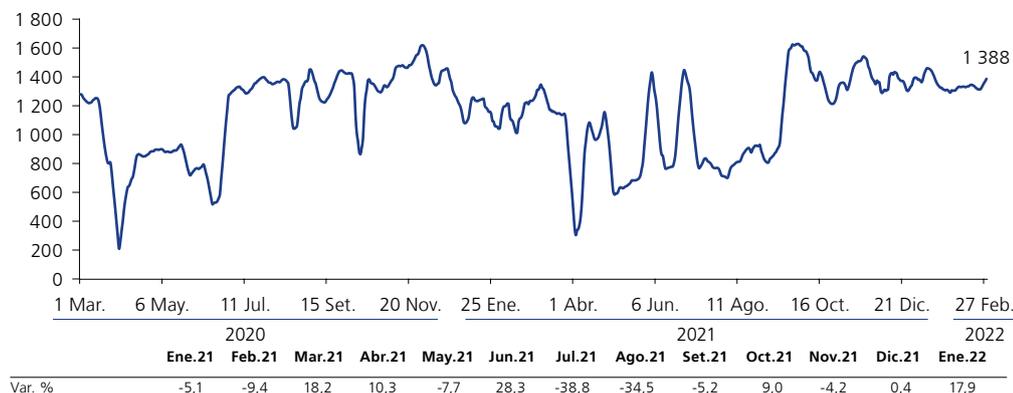
- d) La actividad del sector **hidrocarburos** en 2021 registró una caída de 4,6 por ciento respecto a similar periodo de 2020, por la menor producción de petróleo (-3,5 por ciento), debido a la paralización en la extracción de los lotes de la selva (lotes 192 y 8) tras la finalización de contratos. Asimismo, la producción de gas natural y líquidos de gas natural se redujo 5,4 y 4,8 por ciento, respectivamente, debido a diversos mantenimientos realizados y a algunas fallas registradas en las plantas, lo que afectó la producción de los lotes 56 y 57.

Gráfico 37
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles diarios, promedio móvil 7 días)



Fuente: Perupetro.

Gráfico 38
PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL
(Millones de pies cúbicos diarios, promedio móvil 7 días)



Fuente: Perupetro.

En lo que va del primer trimestre de 2022 la producción de petróleo fue favorecida por la mayor extracción del lote 95 ante la perforación de nuevos pozos; sin embargo, desde el 28 de febrero este mismo lote redujo su producción por el bloqueo del acceso fluvial al lote por parte de las comunidades. Por otro lado, los lotes 192 y 8 continúan paralizados. Mientras tanto, en comparación al mismo trimestre de 2021, la extracción de gas natural y líquidos de gas natural se incrementó por la mayor demanda interna y por el efecto estadístico del año previo de los mantenimientos realizados en los lotes 56 y 57.

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

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** presentó una caída de 13,1 por ciento en el cuarto trimestre de 2021. Esta disminución se debió, principalmente,





a la menor refinación de metales por el mantenimiento de noviembre en la planta de Southern, así como a la menor refinación de petróleo y a las menores capturas para harina y aceite de pescado. En el caso de la refinación de petróleo de la refinería La Pampilla luego del derrame de petróleo en el mar de Ventanilla, se ha brindado a la empresa autorizaciones temporales por un número limitado de días, autorizando la descarga de combustibles, de modo que se impida el desabastecimiento por lo que no se vería afectada la producción de refinados. Con este resultado, la producción del sector acumuló un crecimiento de 1,9 por ciento en el año.

Se mantiene la proyección de crecimiento del subsector de 4,1 por ciento en **2022**, explicado por el inicio de operaciones de la Refinería de Talara y las capturas esperadas para conservas y congelados de pescado. Asimismo, se espera un incremento interanual de 3,5 por ciento en **2023**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** aumentó 7,3 por ciento en el último trimestre de 2021. Este incremento en la actividad se debió a la mayor producción de bienes de consumo masivo y de aquellos orientados a la inversión. Dentro de los primeros, destacaron las variaciones positivas de muebles, bebidas alcohólicas, panadería y productos farmacéuticos; mientras que, dentro de los segundos, destacó el crecimiento de la industria del hierro y el acero, productos metálicos, maquinaria y equipo y cemento. Con esto, el crecimiento de 2021 se ubicó en 24,6 por ciento.

La recuperación de la manufactura no primaria proseguiría en **2022** con un crecimiento de 1,4 por ciento, ubicándose por encima de los niveles previos a la pandemia. Asimismo, se espera un crecimiento de 3,3 por ciento para **2023**.

- g) La actividad del **sector construcción** aumentó 34,9 por ciento en 2021, debido principalmente a la autoconstrucción y a la continuación de obras públicas y privadas. Durante este año, el consumo interno de cemento, principal indicador de la actividad del sector, aumentó 36,9 por ciento respecto a 2020.

Cabe destacar que en el cuarto trimestre de 2021 la actividad del sector se contrajo 5,8 por ciento interanual, mostrando una desaceleración principalmente por una menor ejecución de obras públicas y menor consumo interno de cemento durante este periodo.

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

- h) En **2021**, el sector **comercio** creció 17,8 por ciento en línea con las mayores ventas de todas las ramas, ante las menores restricciones operativas registradas durante el año, en comparación a 2020. El comercio al por mayor creció 18,4 por ciento; al por menor, 13,4 por ciento; y la venta y reparación de vehículos en 32,6 por ciento, impulsado por los mayores servicios de *delivery*.

En **2022** y **2023** se espera que la actividad del sector se incremente 2,4 y 2,5 por ciento, respectivamente.

- i) El sector **servicios** creció 11,8 por ciento en 2021 respecto a 2020, superando el nivel de prepandemia de 2019 en 0,3 por ciento. La recuperación del sector se vio impulsada con la disminución de toques de queda, mayores aforos en los establecimientos y con la vacunación masiva. El mayor dinamismo se observó en las ramas de (i) telecomunicaciones (7,6 por ciento), por la mayor necesidad de realizar actividades remotas; (ii) financieros y seguros (5,9 por ciento) por las mayores colocaciones de créditos; (iii) administración pública (4,2 por ciento), (iv) alojamiento y restaurantes (43,3 por ciento), asociada a la reactivación del sector turismo, (v) transporte y almacenamiento (17,7 por ciento), por mayor transporte de pasajeros por vía terrestre y aérea, ante la disminución de restricciones para el traslado.

En **2022** se espera un crecimiento de 3,7 por ciento; esta proyección toma en cuenta un impacto de la pandemia más prolongado sobre las ramas ligadas al turismo, como transporte, restaurantes y alojamiento, respecto a los demás subsectores. Para **2023** se espera que el sector crezca 2,3 por ciento y que los sectores relacionados al sector turismo alcancen los niveles prepandemia.

PBI gasto

- 22. La economía peruana cerró 2021 con un crecimiento de 13,3 por ciento respecto a 2020 y de 0,8 por ciento respecto a 2019. La recuperación se sustentó en la flexibilización de las medidas sanitarias y el avance del proceso de vacunación, factores que permitieron revertir gran parte del impacto negativo proveniente del cese de actividades no esenciales en 2020. El restablecimiento en 2021 de los niveles de actividad previos a la crisis (2019) puede ser atribuido en mayor medida a la inversión privada, resultado que se condice con el fuerte incremento de la actividad en el sector construcción. En menor magnitud contribuyeron el consumo público, el consumo privado y la inversión pública. Este avance fue contrarrestado por las exportaciones de servicios, en particular, del turismo receptivo.

El proceso de vacunación continuó dinamizándose en los últimos meses. En este contexto, del 30 de diciembre de 2021 al 16 de marzo de 2022 la cantidad de personas que recibieron las dos primeras dosis se incrementó de 21,9 millones a 25,4 millones, mientras que el número de personas con la tercera dosis de refuerzo aumentó de 4,1 millones a 11,5 millones. De esta manera, se alcanzó a inmunizar con dos dosis al 78 por ciento de la población y, con tres dosis al 35 por ciento de los peruanos. A pesar de la tercera ola de COVID-19 al inicio de 2022 debido a la variante ómicron, el avance de la campaña de vacunación logró que el aumento del número de fallecidos y camas UCI ocupadas sea limitado. Consecuentemente, la tercera ola de COVID-19 no tuvo impactos significativos sobre la economía.

En el horizonte de proyección, el crecimiento de la actividad económica de 2022 sería igual al esperado en el Reporte previo (3,4 por ciento). Se prevé que la actividad continúe ubicándose por encima de su nivel previo a la pandemia, apoyado en la recuperación de la demanda externa y la normalización de los hábitos de gasto, bajo un supuesto de



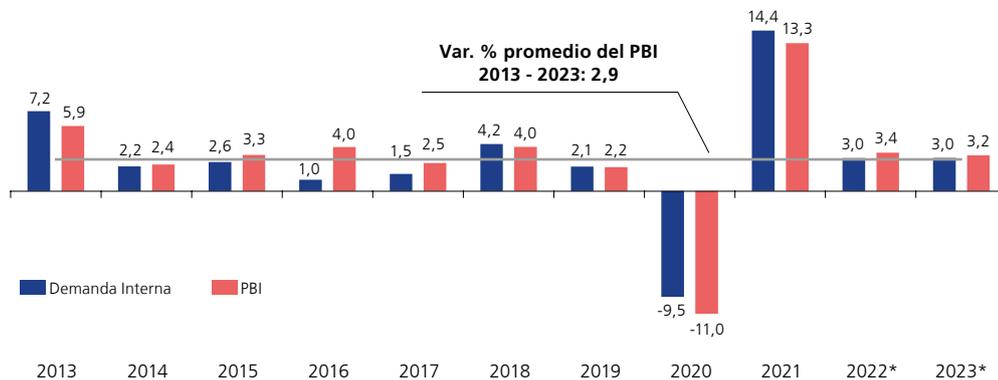
estabilidad social y política. No obstante, esto sería amortiguado por el estancamiento de la inversión privada, en un contexto de bajas expectativas empresariales. Asimismo, el PBI se incrementaría 3,2 por ciento en 2023, ritmo similar al esperado en el Reporte anterior.

Cuadro 19
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
Demanda interna	14,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Consumo privado	11,7	4,0	4,1	3,5	3,5
Consumo público	10,7	1,5	1,5	2,0	2,0
Inversión privada	37,6	0,0	0,0	2,0	2,0
Inversión pública	23,7	4,5	4,0	1,6	1,6
Var. de inventarios (contribución)	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	14,0	7,5	7,5	7,6	7,6
Importaciones	18,8	5,6	5,6	6,7	6,7
Producto Bruto Interno	13,3	3,4	3,4	3,2	3,2
Nota:					
Gasto público	13,8	2,2	2,1	1,9	1,9
Demanda interna sin inventarios	16,6	2,9	2,9	2,9	2,9

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

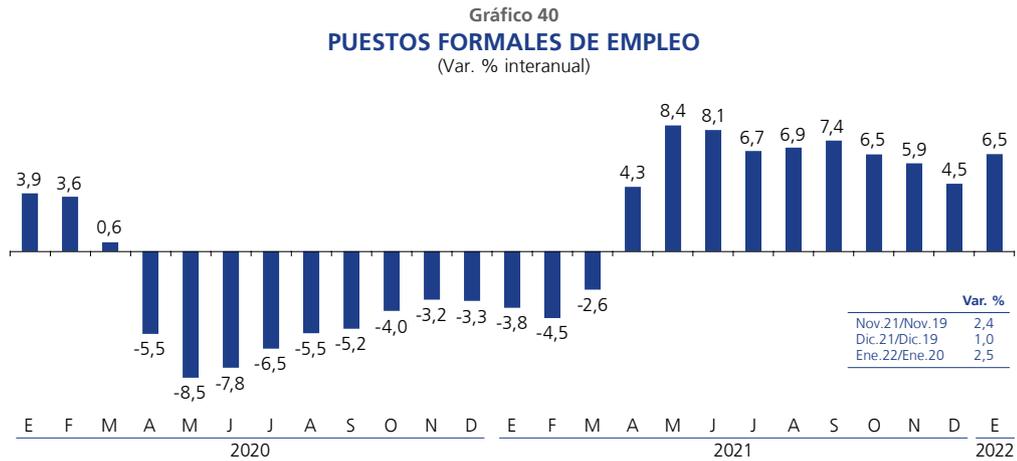
Gráfico 39
DEMANDA INTERNA Y PBI: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



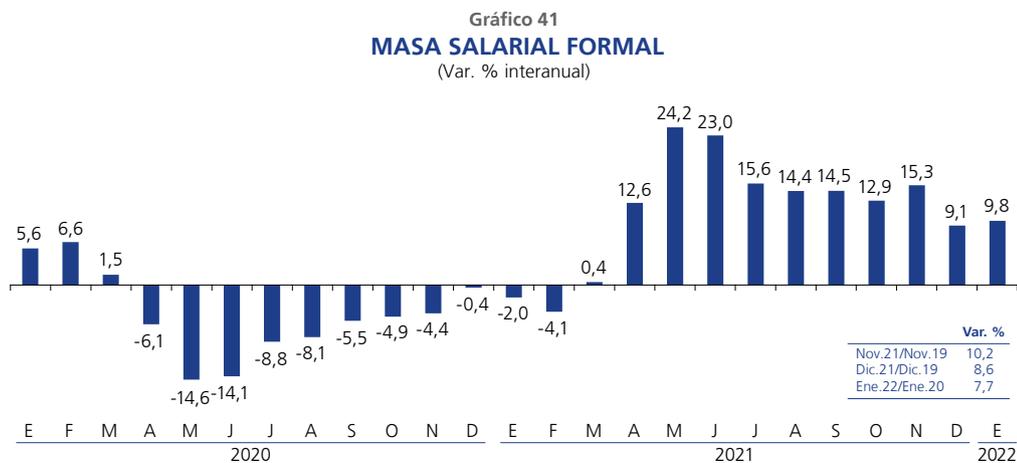
*Proyección.
Fuente: BCRP.

23. Los indicadores del **consumo privado**, específicamente los relacionados al mercado laboral, se aceleraron en febrero, impulsados por la flexibilización de las medidas sanitarias y al avance de la campaña de vacunación. En la misma línea otros indicadores como la confianza del consumidor y las importaciones de bienes de consumo duradero también mejoraron en el último mes.
 - a) Los puestos formales de empleo continuaron incrementándose a medida que se han suavizado las medidas de contención sanitarias para enfrentar la pandemia.

Así, en enero se incrementaron 6,5 por ciento interanual (2,5 por ciento respecto a similar mes de 2020).



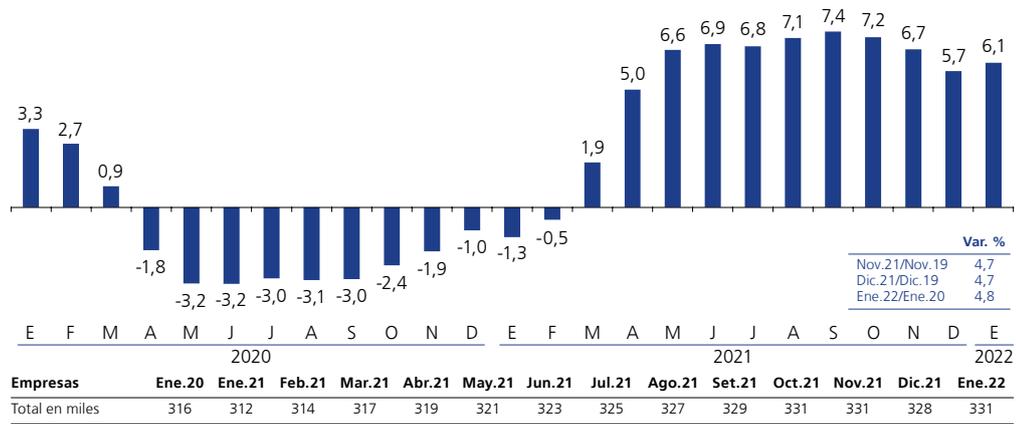
- b) La masa salarial formal se incrementó 9,8 por ciento interanual en enero. En los últimos meses esta variable ha presentado una dinámica favorable con tasas de expansión positivas. Esto se sustenta en la recuperación del ingreso promedio de los trabajadores y el incremento de los puestos de trabajo. Asimismo, al igual que esta última variable, el dinamismo de la masa salarial formal ha aumentado en el último mes.



- c) En enero 331 mil empresas del sector privado reportaron información de empleo, con lo cual el número de empresas creció 6,1 por ciento interanual (4,8 por ciento respecto al mismo mes de 2020). Este crecimiento fue impulsado principalmente por el sector minería.



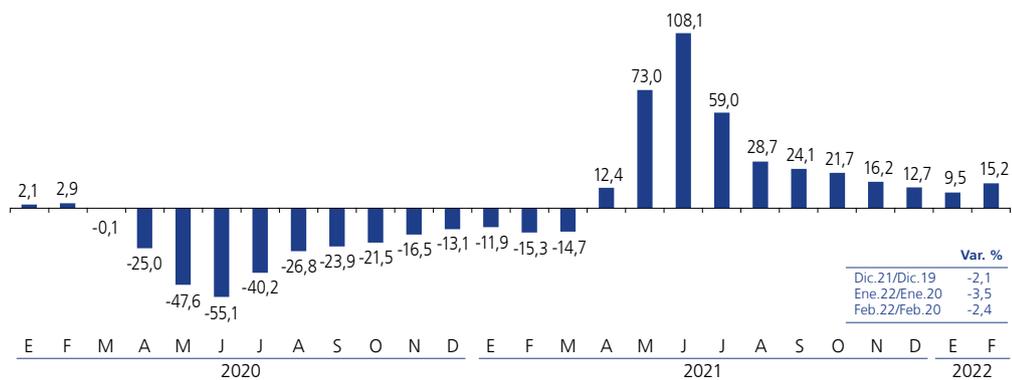
Gráfico 42
EMPRESAS DEL SECTOR PRIVADO QUE REPORTAN EMPLEO FORMAL
(Var. % interanual)



Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

- d) La población ocupada de Lima Metropolitana, de acuerdo con la Encuesta Permanente de Empleo, continuó creciendo respecto a los niveles del año previo. Así, en febrero registró un crecimiento de 15,2 por ciento interanual, aunque respecto a febrero de 2020 disminuyó 2,4 por ciento.

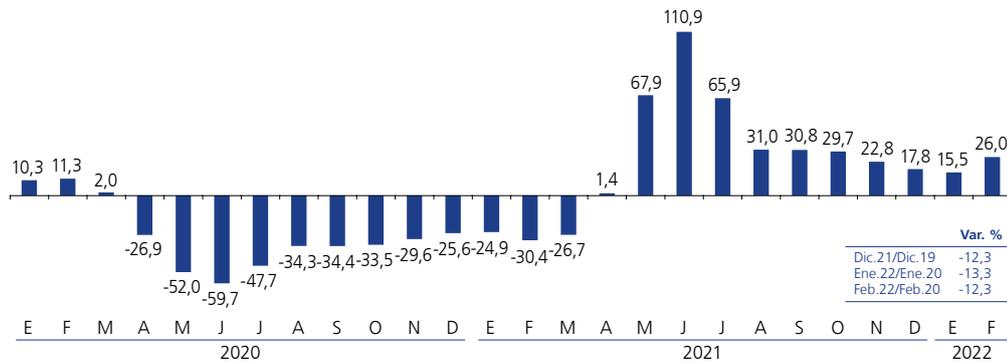
Gráfico 43
PEA OCUPADA DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
(Var. % interanual)



Fuente: INEI.

- e) El mayor ritmo de crecimiento interanual de la cantidad de trabajadores llevó a que la masa salarial nominal de Lima Metropolitana se acelere y crezca 26,0 por ciento interanual en el trimestre móvil a febrero (15,5 por ciento interanual en enero).

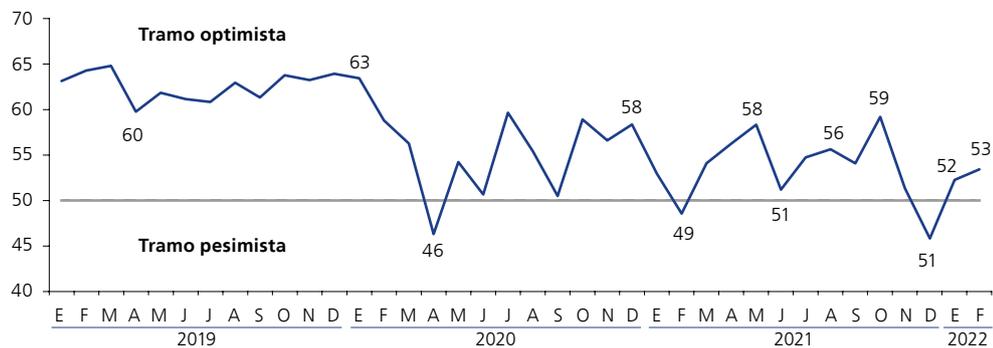
Gráfico 44
MASA SALARIAL DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
 (Var. % interanual)



Fuente: INEI.

- f) La confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar para los próximos 12 meses, aumentó por segundo mes consecutivo y se ubicó en el tramo optimista.

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

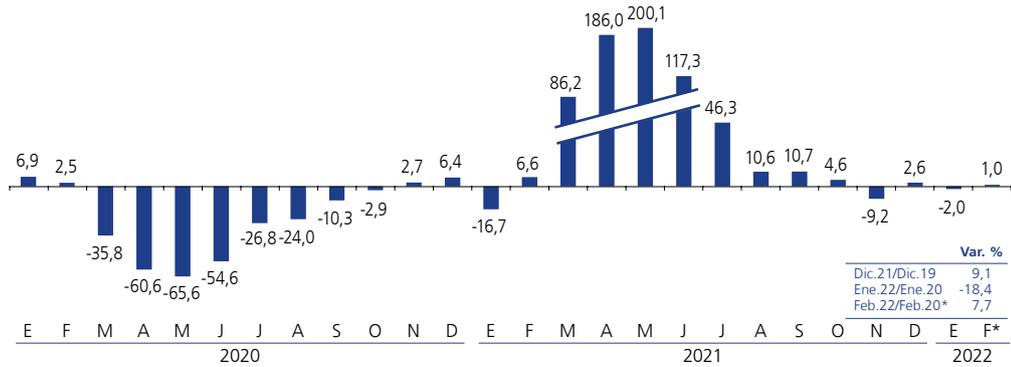


Fuente: Apoyo.

- g) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero de enero cayó 2,0 por ciento interanual (-18,4 por ciento respecto al mismo periodo de 2020). Sin embargo, habría aumentado 1,0 por ciento interanual en febrero, registrando un crecimiento de 7,7 por ciento respecto a similar mes de 2020.



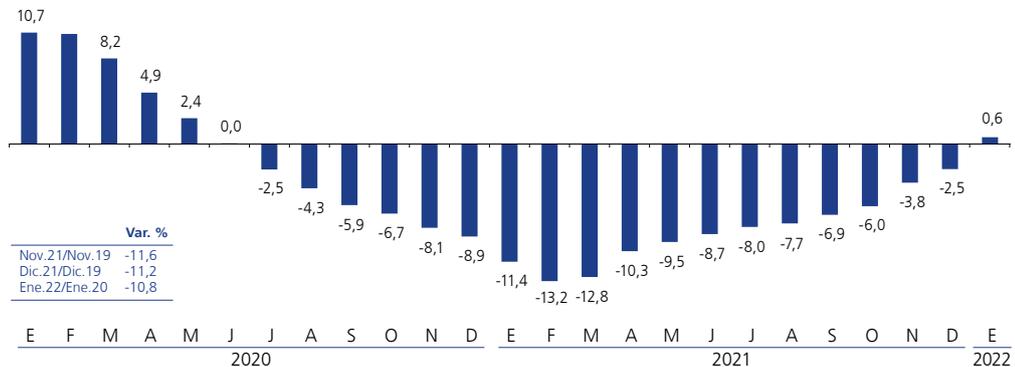
Gráfico 46
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Var. % interanual)



* Preliminar.
Fuente: SUNAT – Aduanas.

- h) El crédito de consumo en términos reales se expandió por primera vez luego de 18 meses consecutivos de caídas, al crecer 0,6 por ciento interanual en enero (-10,8 por ciento respecto a similar mes de 2020). El crecimiento interanual se debe a la recuperación del uso de tarjetas de crédito y de préstamos vehiculares.

Gráfico 47
CRÉDITO REAL DE CONSUMO
(Var. % interanual)



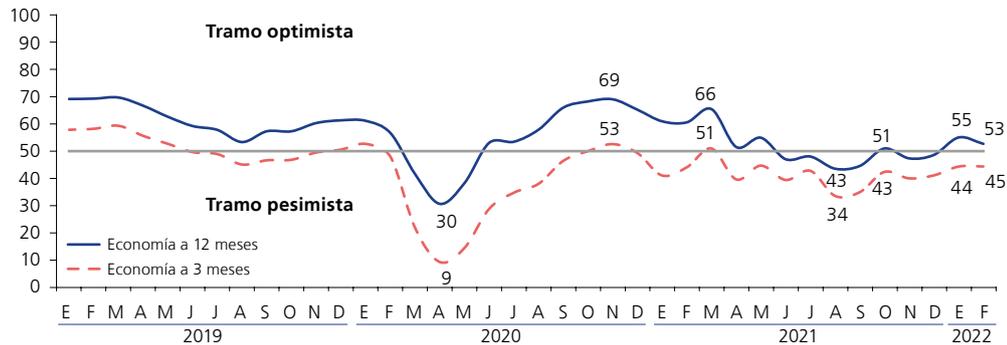
Fuente: BCRP.

24. La mayoría de indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada se han deteriorado en los dos últimos meses, luego de haber registrado una evolución favorable iniciada en mayo del año pasado. Esto se debe a la incertidumbre política y su impacto negativo sobre la toma de decisiones de inversión.

- a) Las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía se recuperaron en diciembre y enero debido al mejor contexto político. No obstante, en febrero el

indicador a 3 meses prácticamente no varió y se mantuvo en el tramo pesimista, mientras que el indicador a 12 meses cayó ligeramente, explicado por los nuevos riesgos potenciales en torno al escenario político.

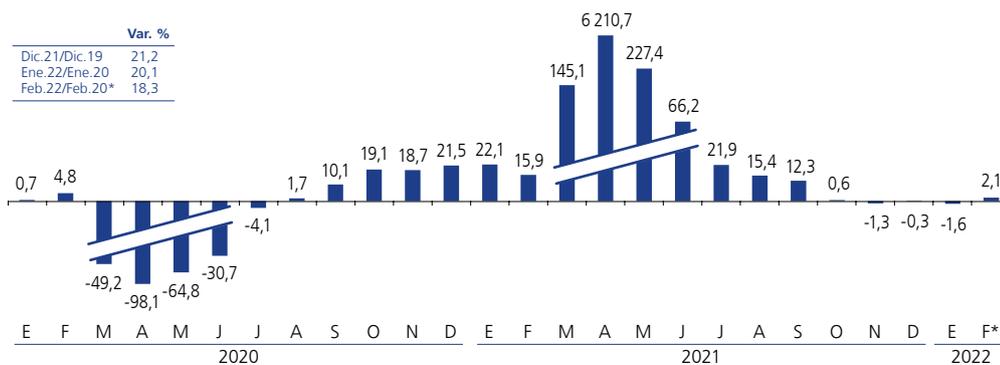
Gráfico 48
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
(Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

- b) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, aceleró su ritmo de contracción interanual a enero. Sin embargo, habría crecido 2,1 por ciento interanual en febrero de 2022 (crecimiento de 18,3 por ciento respecto a similar mes de 2020).

Gráfico 49
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO
(Var. % interanual)



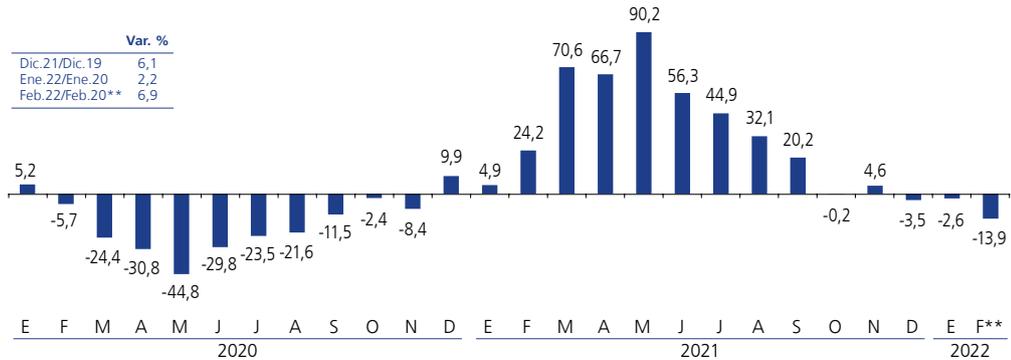
* Preliminar.

Fuente: Empresas cementeras.

- c) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, habría caído 13,9 por ciento interanual en febrero (crecimiento de 6,9 por ciento respecto a similar mes de 2020).



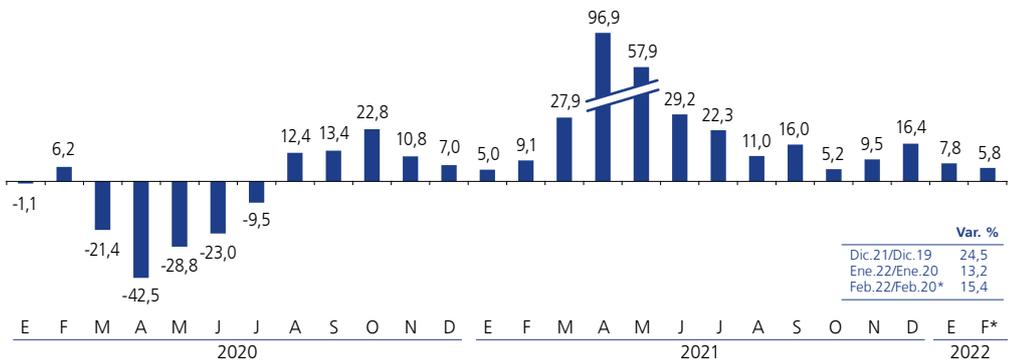
Gráfico 50
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL*
 (Var. % interanual)



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

25. El volumen de exportaciones no tradicionales continuó con un crecimiento sostenido y habría registrado una tasa de expansión interanual de 5,8 por ciento en febrero (15,4 por ciento respecto a similar mes de 2020). Este incremento se debe a los mayores envíos de productos agropecuarios, pesqueros, químicos, textiles, siderometalúrgicos y de minería no metálica.

Gráfico 51
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
 (Var. % interanual)



* Preliminar.
 Fuente: SUNAT-Aduanas.

26. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con los acontecimientos económicos de los primeros meses del año. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los agentes proyectan una recuperación entre 2,5 y 3,0 por ciento para el presente año, y un crecimiento estable entre 2,8 y 3,0 por ciento para 2023.

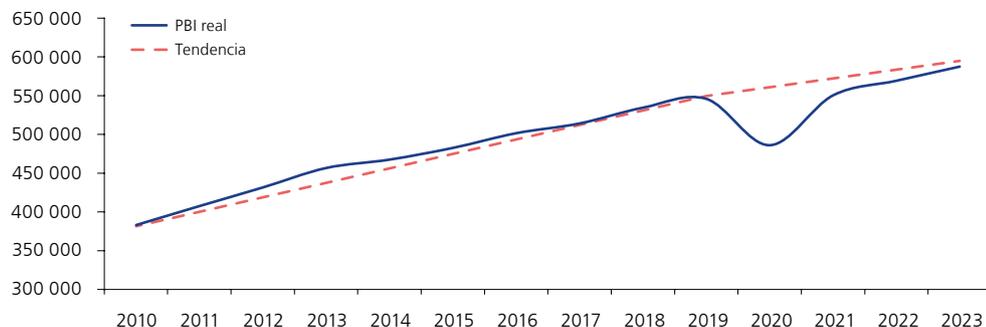
Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales)

	RI Set.21	RI Dic.21	RI Mar.22*
Sistema Financiero			
2022	3,0	2,3	2,5
2023	-	2,7	3,0
Analistas Económicos			
2022	3,6	3,0	2,7
2023	-	2,8	2,8
Empresas No Financieras			
2022	4,0	3,1	3,0
2023	-	3,2	3,0

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

27. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque de COVID-19, se estima en -2,4 por ciento para 2022, recuperándose parcialmente respecto al año anterior (-3,7 por ciento). Por su parte, la brecha de demanda se define como la diferencia entre el PBI y el producto potencial. Esta brecha mide las presiones inflacionarias de demanda sobre el nivel de actividad, debido a que el PBI potencial caracteriza la capacidad productiva de corto y mediano plazo de la economía a lo largo del ciclo económico. Se estima una brecha negativa de demanda de 0,6 por ciento en 2021, con un cierre de la brecha en 2023 en línea con la normalización de los hábitos de gasto de la economía y las condiciones del mercado laboral.

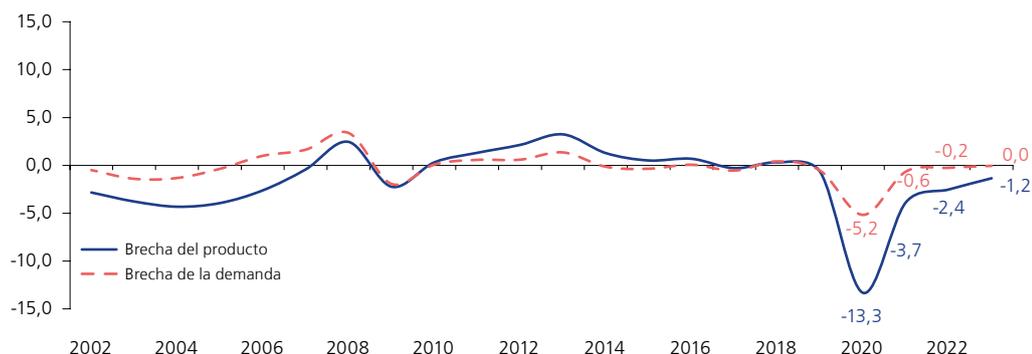
Gráfico 52
PBI REAL Y TENDENCIA*
 (Millones de soles de 2007)



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



Gráfico 53
BRECHA DE PRODUCTO Y DEMANDA*
(En porcentaje del PBI tendencial y potencial, respectivamente)



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

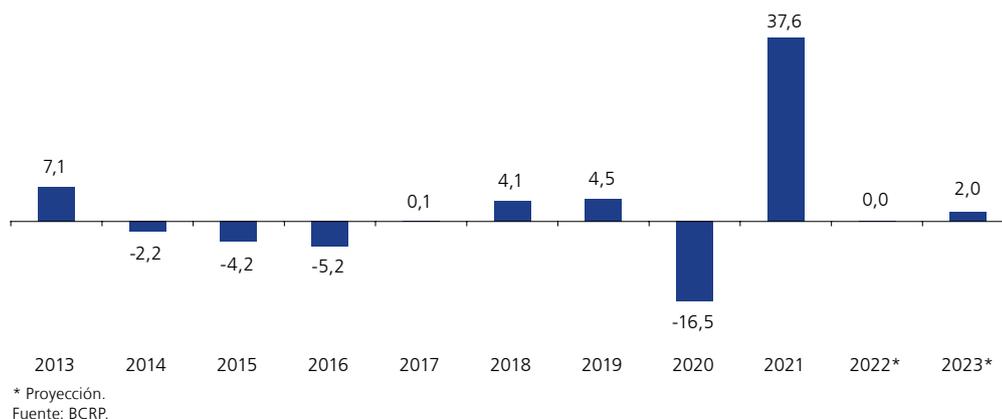
28. El **consumo privado** de 2021 creció 0,8 por ciento respecto a 2019 y 11,7 por ciento interanual, explicado por la recuperación del mercado laboral, la flexibilización de las restricciones al acceso a ciertos bienes y servicios, y por el incremento de la dinámica de las ventas ante la mayor disposición de los consumidores a acudir a establecimientos, tras el avance del proceso de vacunación. Asimismo, el Gobierno continuó brindando nuevos subsidios a los hogares en 2022. En enero el Gobierno inició la entrega del Bono Wanuchay que otorga S/ 350 a productores que conducen predios agrícolas de menos de dos hectáreas, y el Bono 210 que transfiere S/ 210 a trabajadores formales, cuyos salarios mensuales son menores a S/ 2 000.

Para 2022 se espera que las familias continúen retomando sus hábitos de gasto previos a la pandemia, a medida que se levanten las restricciones sanitarias vigentes, así como por las mejores condiciones del mercado laboral. En comparación al Reporte previo, se revisa la proyección del crecimiento del consumo privado de 2022 de 4,0 a 4,1 por ciento, explicado por el mejor resultado del mercado laboral en lo que va del año. Para 2023 se prevé un crecimiento de 3,5 por ciento, en un contexto en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios que impulse la creación de nuevos puestos de trabajo.

29. La **inversión privada** creció 14,8 por ciento en 2021 respecto a 2019 y 37,6 interanual debido, principalmente, al dinamismo de la autoconstrucción, mejoramiento de viviendas y ventas de nuevas viviendas, así como por la mayor ejecución de grandes proyectos de infraestructura. Esto se reflejó en el consumo interno de cemento y en el volumen de importaciones de bienes de capital sin materiales de construcción ni celulares, los cuales crecieron en el año 36,9 por ciento y 31,8 por ciento, respectivamente.

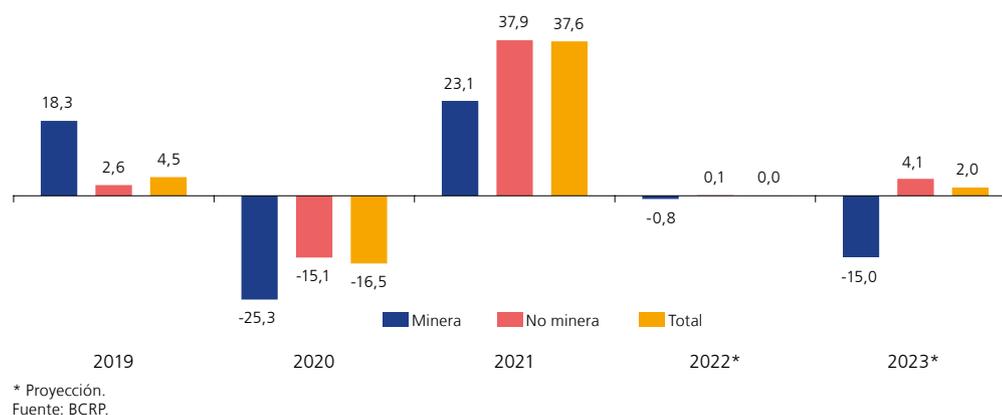
Se espera que las menores expectativas empresariales generen un estancamiento de la inversión no minera a lo largo de 2022. En tanto, se prevé que la inversión minera se reduzca ligeramente. Con ello, la inversión privada registraría un crecimiento nulo para 2022. La inversión de 2023 crecería 2,0 por ciento en un contexto político y social favorable. La proyección de este último año considera una caída del componente minero, puesto que grandes proyectos como Quellaveco y Toromocho culminarán sus desembolsos en 2022.

Gráfico 54
INVERSIÓN PRIVADA: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



- a. En el **sector minero**, las inversiones en 2021 totalizaron US\$ 5 238 millones, principalmente por las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 312 millones), Antamina (US\$ 481 millones) y Southern Perú Copper Corporation (US\$ 339 millones). En la primera mitad de 2021 culminó la construcción del proyecto Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones de inversión total). La proyección para el periodo 2022-2023 considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones) en 2022. Adicionalmente, se espera que proyectos como Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones), San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) y Corani (US\$ 0,6 mil millones) inicien su construcción en el horizonte de proyección.

Gráfico 55
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



- b. En **infraestructura**, continúa el avance en la construcción de los principales proyectos. Destaca la Línea 2 del Metro de Lima², que a enero presenta un avance

2 A enero de 2022 la inversión total proyectada de la Línea 2 y el Ramal Avenida Faucett asciende a US\$ 5 347 millones, de los cuales US\$ 3 695 millones corresponden a inversión pública y el resto a inversión privada.





de 41 por ciento según OSITRAN y se espera que la primera etapa (Evitamiento, Óvalo Santa Anita, Colectora Industrial, Hermilio Valdizán y Mercado Santa Anita) entre en funcionamiento en el primer semestre de 2022. En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, los trabajos de la segunda pista y calles de rodaje tienen un avance de más del 50 por ciento, por lo cual se tiene previsto terminar los trabajos de asfaltado de la segunda pista en abril de 2022. Respecto al Terminal Portuario Marcona, SENACE aprobó la inversión que planea hacer la empresa Shougang y espera que el proyecto culmine a finales de 2022. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, a enero de 2022 registra un avance de 47 por ciento. Cabe resaltar que el concesionario no llegó a un acuerdo con el Gobierno para mejorar el diseño de las siguientes fases que habría aumentado la inversión de US\$ 895 millones a US\$ 1 095 millones. Por otro lado, DP World señala que el proyecto Muelle Bicentenario inició las obras de construcción, comenzando con las labores de dragado. Se cuenta con un plazo de 730 días y se estima que operará desde el primer trimestre de 2024.

Cuadro 21
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2022-2023

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

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Para el período 2022-2023, **Proinversión** reporta una cartera superior a US\$ 8,7 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.

Cuadro 22
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2021-2023
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	8 703
Anillo Vial Periférico	2 380
Enlace 500 kV Huánuco –Tocache – Celendín – Trujillo y Enlace 500 kV Celendín – Piura	788
Parque Industrial de Ancón	762
Longitudinal de la sierra tramo 4	709
Nuevo Terminal Portuario San Juan de Marcona	520
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	289
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	263
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	177
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	158
Essalud Piura	144
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Hospital Militar Central	115
Essalud Chimbote	109
Enlace 220 kV Ica – Poroma e Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Cadlic – Jaén Norte	107
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	99
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chíncha	70
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	63
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	59
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	58
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Cajamarca	55
Reforzamiento de Colegios de Cusco	44
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
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
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Cerro San Cristóbal	15
Saneamiento rural Loreto	*
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Piura Nueva – Colán	*
Enlace 500 kV San José-Yarabamba	*
Subestación Lambayeque Norte 220 kV con seccionamiento de la LT 220 kV Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Belaúnde Terry – Tarapoto Norte	*
Subestación Piura Este 100 MVA 220/60/23 kV	*
Desaladora Lambayeque	*

*No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.

Fuente: Proinversión

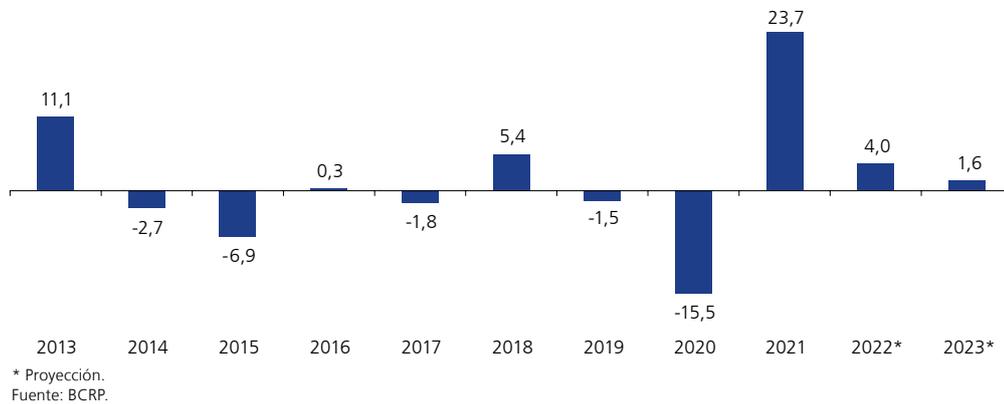
30. La **inversión pública** de 2021 se incrementó 4,6 por ciento respecto a 2019 y 23,7 por ciento interanual, superando la caída de 15,5 por ciento del año anterior. La evolución de la inversión pública estuvo caracterizada principalmente por la ejecución de proyectos de reconstrucción en el marco del Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido, proyectos ligados a la Reconstrucción y al programa Arranca Perú, emergencia sanitaria y el resto de proyectos (entre los que destacaron la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, el Aeropuerto Internacional de Chínchero, y la adquisición de *tablets*).

Se proyecta que la inversión pública de 2022 crezca 4,0 por ciento, tasa menor a la esperada en el Reporte previo (4,5 por ciento) debido a la menor ejecución de proyectos



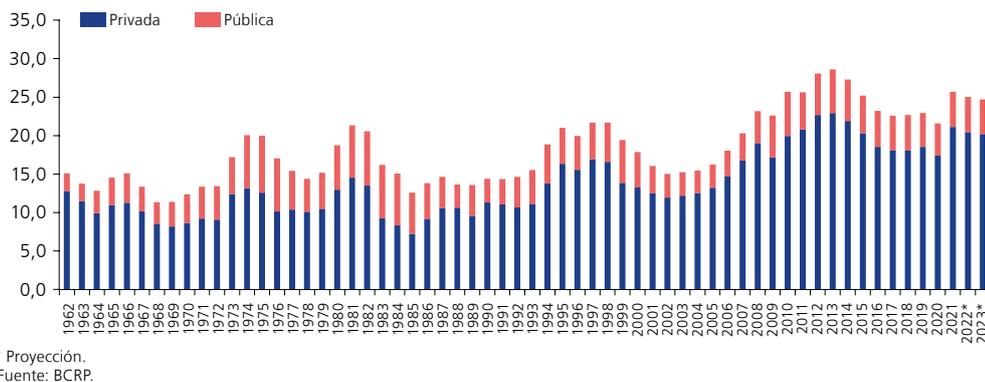
durante los dos primeros meses del año. Se espera que en los siguientes meses la inversión se dinamice, impulsada por obras de Reconstrucción, principalmente bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido, proyectos en el marco del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad (PNIC) y Proyectos Especiales de Inversión Pública, así como por ser el último año de las autoridades subnacionales, lo cual usualmente incrementa la ejecución del gasto público. Para 2023 la inversión pública registraría una menor tasa de crecimiento y se incrementaría 1,6 por ciento, explicado por el cambio de autoridades regionales y locales, lo cual involucra un costo de aprendizaje en la ejecución del gasto.

Gráfico 56
INVERSIÓN PÚBLICA: 2013 - 2023
 (Variaciones porcentuales reales)



- La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, se reduciría 0,7 puntos porcentuales del producto hacia 2022, respecto a lo registrado en 2021, ubicándose en un nivel ligeramente inferior al de 2015. Se espera que la inversión se reduzca nuevamente en 2023 a 24,7 por ciento del PBI real, como consecuencia de la reducción de las expectativas de los empresarios. Para que la inversión se incremente se requiere preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apunten a la productividad de la economía.

Gráfico 57
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2023
 (Porcentaje del PBI real)



32. Se proyecta que el **ahorro interno** se incremente de 18,6 por ciento del PBI en 2021 a 19,2 por ciento en 2022 debido al ligero aumento del ahorro público y privado. El ahorro público aumentaría en 0,2 puntos porcentuales del PBI entre 2021 y 2022, explicado por el menor uso de recursos del Estado para enfrentar la pandemia. Por su parte, el ahorro del sector privado se incrementaría 0,3 puntos porcentuales del PBI, debido a las mayores tasas de interés locales tras el retiro del estímulo monetario. La inversión bruta interna se reduciría en 0,5 puntos porcentuales debido al debilitamiento de las expectativas empresariales, que afectaría la ejecución de proyectos privados. En suma, el requerimiento de financiamiento externo disminuiría de 2,7 por ciento del PBI en 2021 a 1,6 por ciento del PBI en 2022.

En 2023, tras la normalización del escenario sanitario a nivel global y la recuperación de la actividad económica, el ahorro público continuaría aumentando debido a un menor déficit fiscal, mientras que el ahorro privado aumentaría en 0,6 puntos porcentuales del PBI. Así, la brecha externa se ubicaría en -0,6 por ciento del PBI.

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

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
1 Inversión Bruta Interna ^{1/}	21,3	20,9	20,8	20,8	20,5
2 Ahorro Interno	18,6	19,5	19,2	19,9	19,9
Brecha Externa (=2-1)	-2,7	-1,3	-1,6	-0,8	-0,6
1.1 Inversión Bruta Interna Privada 1/	16,7	16,2	16,1	16,2	15,9
1.2 Ahorro Privado	16,6	17,6	16,9	17,8	17,5
Brecha Privada (=1.2-1.1)	-0,1	1,4	0,8	1,5	1,6
2.1 Inversión Pública	4,6	4,6	4,7	4,5	4,6
2.2 Ahorro Público	2,0	1,9	2,2	2,2	2,4
Brecha Pública (=2.2-2.1)	-2,6	-2,8	-2,5	-2,4	-2,2

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

Evolución del mercado laboral

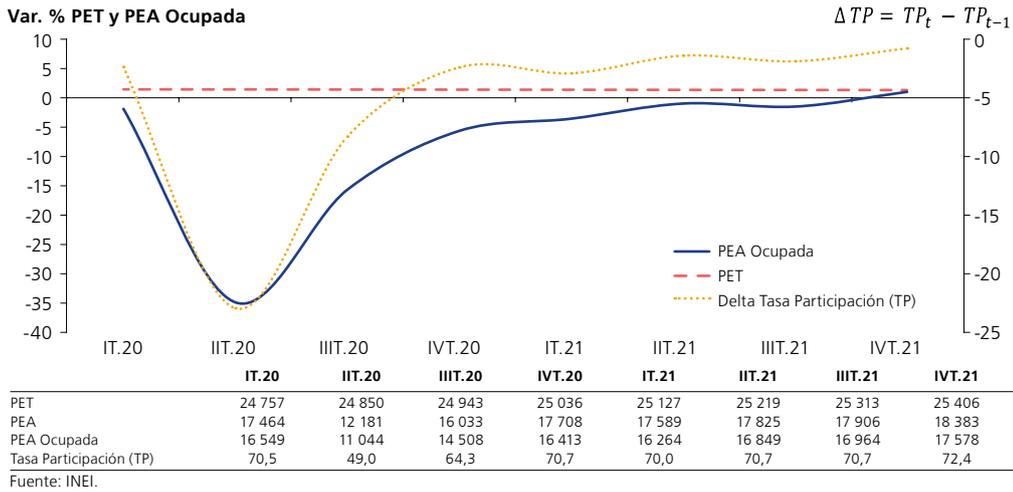
Tasa de participación

33. Producto de las medidas para enfrentar el COVID-19, el mercado laboral fue fuertemente afectado en 2020. La inmovilización social obligatoria dificultó la búsqueda de empleo, por lo cual la tasa de participación laboral³ pasó de 70,5 por ciento en el primer trimestre de 2020 a 49,0 por ciento en el segundo trimestre de 2020 (5,3 millones de personas dejaron de trabajar o buscar un trabajo). Al cuarto trimestre de 2021, la tasa de participación laboral fue 72,4 por ciento, con lo cual prácticamente ha recuperado su nivel prepandemia (falta que se reincorporen 180 mil personas a la fuerza laboral).

3 La proporción de la Población en Edad de Trabajar (PET) que participa en el mercado laboral buscando un trabajo o como ocupado.

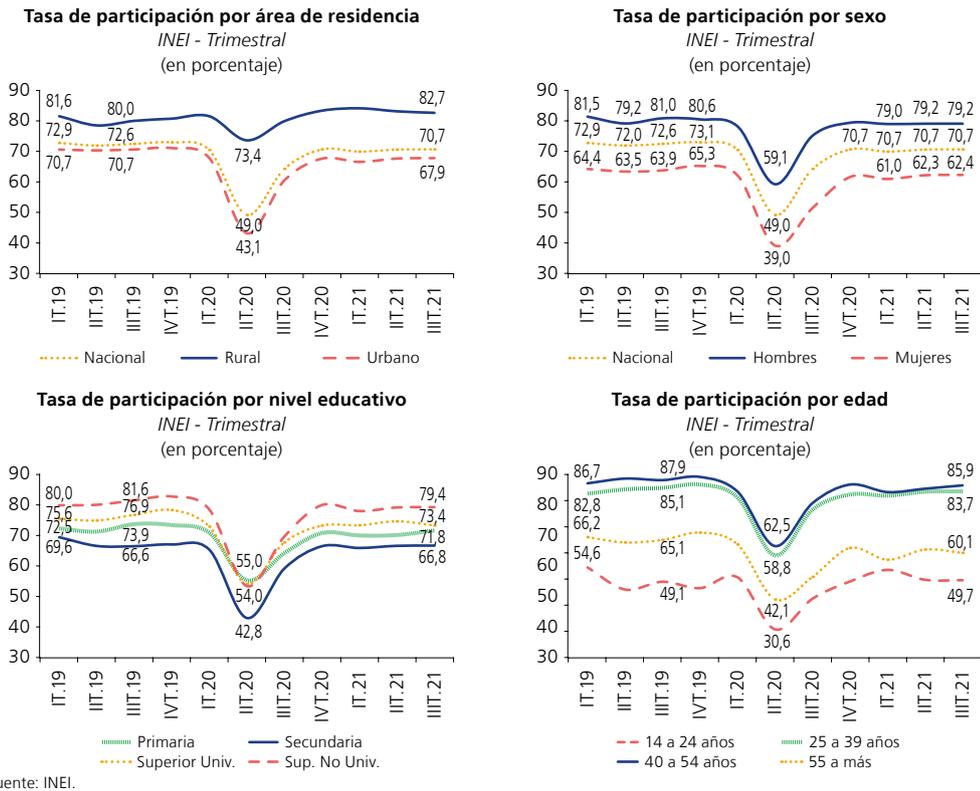


Gráfico 58
PET, TASA DE PARTICIPACIÓN Y PEA OCUPADA
(En var. % respecto al mismo periodo de 2019 y puntos porcentuales)



34. Con información al tercer trimestre, si bien la tasa de participación laboral viene recuperando su nivel prepandemia, se registra cierta heterogeneidad. Particularmente se dan tasas menores en las mujeres, en el ámbito urbano, en la población con educación superior y aquellos con 55 años a más (-1,5 p.p, -2,8 p.p, -3,5 p.p y -5,0 p.p, respectivamente).

Gráfico 59



Con el avance en la campaña de vacunación, las menores restricciones sanitarias y el retorno a las clases presenciales, se espera que la tasa de participación se recupere en

estos grupos, en especial entre las mujeres y la población mayor a 55 años, con lo cual la fuerza laboral superaría a nivel pre-pandemia en el año 2022.

Población Ocupada

35. La flexibilización de las restricciones sanitarias y el reinicio de la mayoría de actividades intensivas en mano de obra se tradujo en un incremento de la población ocupada que pasó de 16,4 millones en el cuarto trimestre 2020 a 17,0 millones en el cuarto trimestre de 2021. Respecto al mismo periodo de 2019, la población ocupada creció en 0,2 millones de personas, con lo cual supero el nivel pre-pandemia. Adicionalmente, la población desempleada se redujo en 0,5 millones en el mismo periodo, con lo cual la tasa de desempleo disminuyó a 4,4 por ciento, menor en 2,9 puntos porcentuales respecto a la tasa de desempleo de 2020.

Cuadro 24
INDICADORES DE EMPLEO NACIONAL
(En millones de personas)

	2019		2020				2021			
	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
A. Población Edad de Trabajar	24,6	24,7	24,8	24,9	24,9	25,0	25,1	25,2	25,3	25,4
B. Población Económicamente Activa	17,8	18,0	17,5	12,2	16,0	17,7	17,6	17,8	17,9	18,4
C. Tasa de Participación	72,6	73,1	70,5	49,0	64,3	70,7	70,0	70,7	70,7	72,4
D. Población Ocupada	17,2	17,4	16,5	11,0	14,5	16,4	16,3	16,8	17,0	17,6
1. Urbano	13,4	13,5	12,7	7,5	10,7	12,4	12,3	12,9	13,0	13,6
a. Formales dependientes 1/	5,1	5,3	5,1	4,6	4,8	5,0	4,9	5,0	5,1	5,3
b. Informales e independientes	8,2	8,2	7,6	2,9	5,9	7,4	7,3	7,9	7,8	8,3
2. Rural	3,8	3,9	3,9	3,5	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9
E. Desocupados (B-D)	0,6	0,6	0,9	1,1	1,5	1,3	1,3	1,0	0,9	0,8
F. Tasa de desempleo (E/B)	3,5	3,6	5,2	9,3	9,5	7,3	7,5	5,5	5,3	4,4

1/ En base a la información de empleo formal de la Planilla Electrónica. Los trabajadores informales e independientes se obtienen por diferencia.
Fuente: INEI, SUNAT.

En 2020, el empleo en los sectores servicios y comercio fueron los más afectados por las severas restricciones para controlar la pandemia. Al cuarto trimestre de 2021, el empleo en el sector servicios se recuperó significativamente, pero aún se mantiene por debajo del nivel de 2019.

Cuadro 25
EMPLEO NACIONAL: PEA OCUPADA
INEI - Trimestre móvil (Miles de personas)

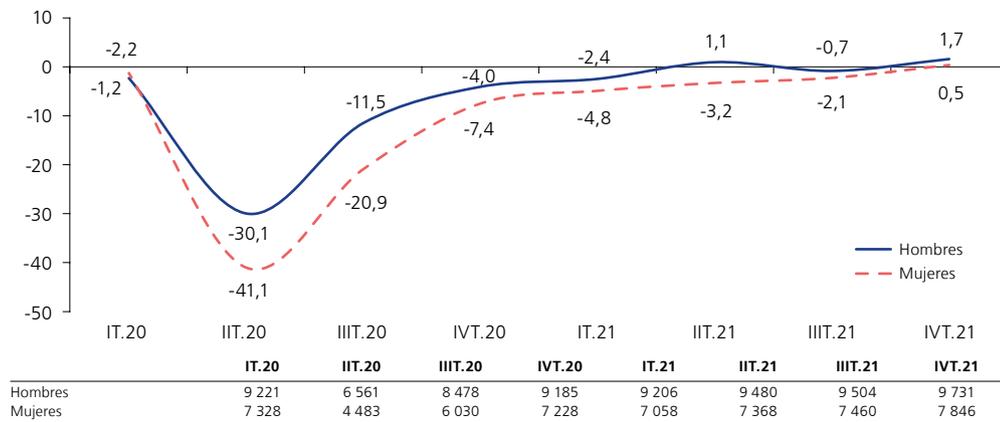
	IV Trimestre						
	2019	2020	2021	Var. 2021/2020		Var. 2021/2019	
				%	Miles	%	Miles
PEA Ocupada	17 376	16 413	17 578	7,1	1 164	1,2	201
Por género							
Hombre	9 568	9 185	9 731	6,0	546	1,7	163
Mujer	7 808	7 228	7 846	8,6	618	0,5	38
Por sector productivo							
Sector Primario	4 275	4 591	4 654	1,4	62	8,8	378
Agropecuaria	3 997	4 309	4 360	1,2	51	9,1	363
Pesca	70	73	82	12,7	9	17,9	13
Minería	209	209	212	1,0	2	1,3	3
Manufactura	1 485	1 442	1 554	7,8	112	4,6	69
Construcción	1 070	1 106	1 257	13,7	151	17,5	187
Comercio	3 356	3 277	3 337	1,8	60	-0,6	-20
Servicios	7 190	5 998	6 776	13,0	779	-5,8	-414

Fuente: INEI.



36. Durante los meses de cuarentena estricta, el empleo entre las mujeres registró una mayor caída. Al cuarto trimestre de 2021, el empleo femenino se encuentra 0,5 sobre el nivel registrado en 2019.

Gráfico 60
POBLACIÓN OCUPADA POR SEXO, INEI - TRIMESTRAL
(Var. % respecto a mismo periodo de 2019)



Fuente: INEI.

37. Por situación de formalidad, en 2020 la caída del empleo se dio de manera diferenciada, afectando principalmente a los trabajadores informales e independientes del área urbana que laboraban en sectores como comercio y servicios⁴. El empleo formal dependiente recuperó su nivel prepandemia en agosto de 2021. Mientras que el empleo informal e independiente recuperó su nivel prepandemia en el cuarto trimestre de 2021.

Cuadro 26
POBLACIÓN OCUPADA POR SITUACIÓN DE FORMALIDAD
(En millones de personas y variaciones porcentuales)

	2020				2021			
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
Población Ocupada	16,5	11,0	14,5	16,4	16,3	16,8	17,0	17,6
Formales dependientes 1/	5,1	4,6	4,8	5,0	4,9	5,0	5,1	5,3
Informales e independientes	11,5	6,4	9,7	11,4	11,3	11,9	11,8	12,2
(Variación porcentual respecto a 2019)								
Población Ocupada	-1,8	-35,0	-15,7	-5,5	-3,4	-0,8	-1,4	1,2
Formales dependientes 1/	2,6	-7,3	-6,9	-5,4	-0,5	-0,5	0,5	1,5
Informales e independientes	-3,6	-46,6	-19,3	-5,6	-4,7	-1,0	-2,2	1,0

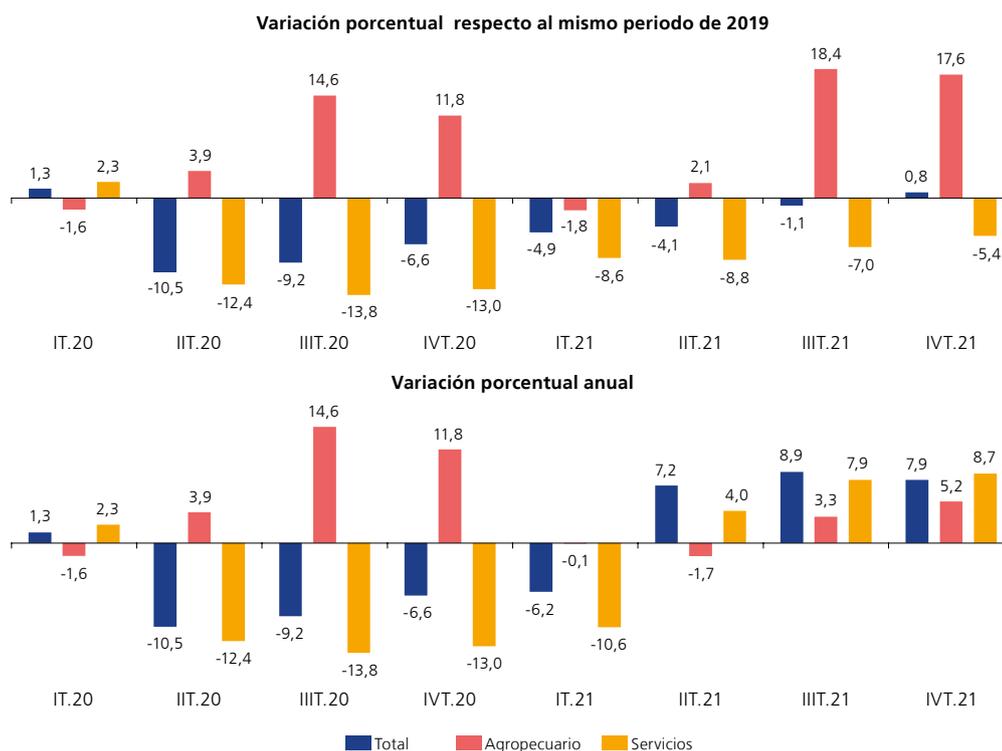
1/ En base a la información de empleo formal de la Planilla Electrónica. Los trabajadores informales e independientes se obtienen por diferencia.
Fuente: INEI, Sunat.

38. En tanto, en el sector formal privado, los datos reportados en la Planilla Electrónica registran valores por encima del nivel prepandemia desde setiembre de 2021 y un aumento de 0,8

4 Para estimar estas variaciones se parte del total de la población ocupada de la ENAHO y del total de personas con trabajo formal de la Planilla Electrónica, por diferencia se obtiene la población informal que comprende tanto a los trabajadores dependientes informales como a los trabajadores independientes.

por ciento del empleo en el cuarto trimestre de 2021 respecto al mismo periodo de 2019. Cabe resaltar que esta recuperación se ha dado de manera heterogénea. Por un lado, respecto al cuarto trimestre de 2019, se incrementaron 92 mil puestos de trabajo en el sector agropecuario moderno, mientras que en el sector servicios aún no se recuperan 103 mil puestos de trabajo. La eliminación de los toques de queda, del límite en los aforos y el retorno a clases presenciales debería generar una mayor recuperación en el empleo formal del sector servicios durante 2022.

Gráfico 61
PUESTOS DE TRABAJO FORMALES DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: Planilla Electrónica de SUNAT.



Recuadro 4 INDICADORES DE EMPLEO

Con la finalidad de seguir la evolución del empleo en el Perú se cuentan con dos clases de fuentes de datos: encuestas y los registros administrativos. Las encuestas pueden ser realizadas a hogares o a empresas, en tanto que los registros administrativos, como la Planilla Electrónica, se refieren a la información proporcionada de manera obligatoria por las empresas formales al gobierno. Este recuadro se centra en analizar estas dos fuentes.

A continuación, se presenta una comparación entre las fuentes de datos disponibles según producto, ámbito geográfico, método, muestra, frecuencia y sector.

COMPARACIÓN ENTRE FUENTES DE DATOS

	Planilla Electrónica	Encuesta Permanente de Empleo - INEI	Encuesta Nacional de Hogares - INEI	Encuesta Nacional del Mercado Laboral - INEI 1/
Producto	Planilla Electrónica Sunat	EPE	ENAHO	ENAMEL
Ámbito geográfico	Nacional	Lima Metropolitana	Nacional	Nacional
Método	Censo de empresas formales e instituciones (públicas y privadas)	Encuesta a hogares	Encuesta a hogares	Encuesta a hogares
Muestra	Universo: 317 mil empresas e instituciones (Incluye a 34 mil empresas privadas con 10 a más trabajadores)	16 200 viviendas al año	37 103 viviendas al año	105 964 viviendas al año
Frecuencia	Mensual	Mensual	Trimestral	Mensual
Sector	Formal	Formal/Informal	Formal/Informal	Formal/Informal

1/ Nueva encuesta de empleo disponible a partir de este año.

Empleo formal

Para seguir la evolución del empleo formal mensualmente, en el Perú se cuenta con la Planilla Electrónica de la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (Sunat), a la que reportan mensualmente el universo de empresas formales. La Planilla Electrónica⁵ es un registro administrativo que recoge información mensual sobre puestos de trabajo y el ingreso promedio⁶ del universo de las empresas formales, y es por ello la mejor fuente de datos del empleo formal. A partir de la Planilla Electrónica, tanto el MTPE⁷, la Sunat⁸ como el BCR publican indicadores del mercado laboral formal. El BCRP publica series del número de puestos de trabajo y de ingreso promedio para el total⁹ formal, así como para los sectores privado y público.

De acuerdo a la Planilla Electrónica, el empleo formal muestra un importante crecimiento en los últimos años, el cual está estrechamente vinculado al dinamismo de la actividad económica no primaria (correlación de 83 por ciento en el periodo 2013-2019).

5 La planilla tiene dos componentes: Registro de Información Laboral (T-Registro) y Planilla Mensual de Pagos (PLAME).

6 Incluye el pago de remuneraciones, gratificaciones, utilidades y otros.

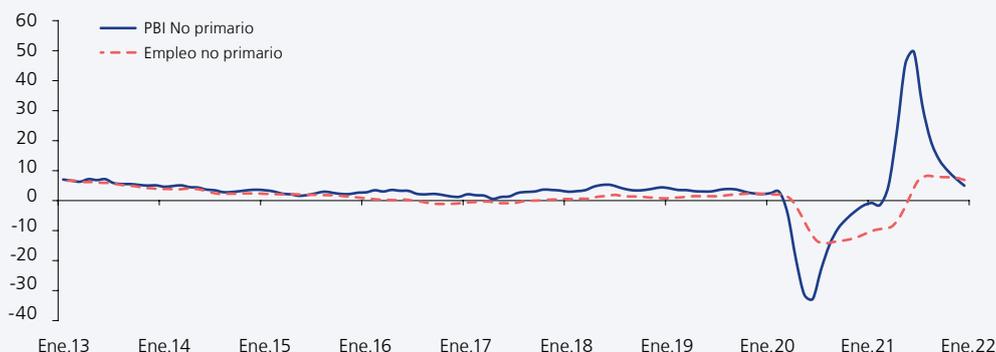
7 El MTPE publica información de la Planilla Electrónica en su anuario, y mensualmente en su informe de empleo formal.

8 La SUNAT publica información de la Planilla Electrónica en sus Cuadros de la Nota Tributaria.

9 Los puestos de trabajo formales difieren del número de personas en la medida que una persona puede contar con más de un puesto de trabajo.

EMPLEO FORMAL Y PBI DE SECTORES NO PRIMARIOS

(Var. % 12 meses, Trimestre Móvil)



Correlación 2013-2019: 0,83.
Fuente: SUNAT y BCRP.

Si bien la Sunat, el MTPE y el BCR usan los mismos datos de la Planilla, no existe homogeneidad en los resultados que publica cada institución. La variación de los puestos formales del sector privado publicados por el BCR están más en línea con el crecimiento del número de trabajadores del sector privado publicado por la Sunat. Las diferencias entre las series del BCR y la Sunat se deben al número de personas con más de un puesto de trabajo. Las series de puestos de trabajo del MTPE son diferentes a las que publica el BCR porque aplican varios conceptos (reglas de negocios) por los cuales no toman en cuenta ciertos puestos de trabajo que aparecen en la Planilla Mensual de Pagos.

INDICADORES DE EMPLEO FORMAL EN EL SECTOR PRIVADO

(En miles de puestos y trabajadores)

	MTPE 1/		Sunat 2/		BCR	
	Puestos	Var. % 12 meses	Puestos	Var. % 12 meses	Puestos	Var. % 12 meses
2018	3 500	4,9	3 510	3,9	3 662	4,3
2019	3 642	4,1	3 643	3,8	3 797	3,7
2020	3 323	-8,8	3 414	-6,3	3 559	-6,3
E.21	3 390	-8,7	3 435	-5,9	3 562	-6,3
F	3 280	-9,4	3 355	-6,8	3 442	-7,4
M	3 349	-5,5	3 553	-3,2	3 731	-4,8
A	3 393	10,6	3 502	3,9	3 642	3,8
M	3 434	22,2	3 449	9,5	3 539	9,2
J	3 480	19,6	3 472	9,9	3 558	9,0
J	3 551	13,8	3 526	9,3	3 617	8,0
A	3 677	13,6	3 613	9,7	3 732	8,9
S	3 675	10,2	3 706	10,4	3 864	9,9
O			3 701	7,1	3 940	8,9
N			3 788	8,2	3 971	7,9
D			3 743	5,9	3 917	7,0
2021			3 570	4,6	3 710	4,2

1/ Corresponde a la serie publicada en el informe mensual de empleo formal privado.

2/ Corresponde a la serie publicada en el cuadro 6 de la Nota Tributaria.

Fuente: BCRP, Sunat y MTPE.

Encuestas a hogares: ENAHO y EPE

El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) publica información de empleo en base a dos encuestas. La Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO), que tiene cobertura a nivel





nacional¹⁰, pero que no es específicamente una encuesta de empleo; y la Encuesta Permanente de Empleo (EPE) diseñada para seguir el mercado laboral solo para Lima Metropolitana¹¹. A partir de ambas encuestas es posible construir los principales indicadores del mercado laboral: Población en Edad de Trabajar (PET), Población Económicamente Activa (PEA), Población Económicamente Activa Ocupada y desempleada. Una de las ventajas de las encuestas es que permite contar con información tanto del mercado laboral formal como informal, datos sobre la calidad del empleo (adecuadamente empleado o subempleado) y otras variables socioeconómicas ligadas al empleo que no están disponibles en otras fuentes de información. No obstante, hay un porcentaje de respuestas indirectas (22,3 por ciento a nivel nacional y 37 por ciento en Lima Metropolitana según el Informe de la calidad de la Encuesta 2020 de INEI) que podría afectar los resultados.

INDICADORES DE EMPLEO NACIONAL. INEI - ANUAL

(Miles de personas)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
A. Población en edad de trabajar	23 402	23 772	24 142	24 511	24 882	25 251
B. Fuerza laboral	16 904	17 216	17 463	17 830	16 095	18 149
C. Tasa de participación (B/A)	72,2	72,4	72,3	72,7	64,7	71,9
D. Ocupados	16 197	16 511	16 776	17 133	14 902	17 120
E. Tasa de Ocupación (D/A)	69,2	69,5	69,5	69,9	59,9	67,8
F. Desocupados (B-D)	707	705	686	697	1 193	1 029
G. Tasa de desempleo (F/B)	4,2	4,1	3,9	3,9	7,4	5,7
H. Fuera de la fuerza laboral (A-B)	6 498	6 556	6 680	6 681	8 787	7 101

Fuente: INEI.

Limitaciones en los datos de la encuesta

La ENAHO no logra captar el crecimiento tanto de la PET, PEA y PEA ocupada que se originó por la fuerte migración venezolana, entre los años 2018 y 2019. Según datos de la Encuesta a la Población Venezolana (ENPOVE) y la Superintendencia de Migraciones, alrededor de 0,5 millones de venezolanos ingresaron al mercado laboral esos años. La ENAHO no registra entre esos años un crecimiento adicional en sus indicadores laborales debido a que las encuestas en general no recogen información de viviendas con más de 5 hogares (viviendas colectivas), el tipo de vivienda más utilizada por los migrantes en esos años¹².

FLUJO DE MIGRANTES VENEZOLANOS

(En miles de personas)

Año	Población Venezolana 1/	PET 2/	PEA 2/	PEAO 2/
2014	1	1	1	1
2015	2	2	2	2
2016	8	6	6	5
2017	54	44	40	37
2018	428	346	316	296
2019	771	623	570	533
2020	793	644	589	551

1/ Promedio anual de la población venezolana estimada con las entradas y salidas de la Superintendencia Nacional de Migraciones.

2/ Con información de la ENPOVE se estima que el 80,8 por ciento de los venezolanos pertenece a la PET y el 73,9 por ciento a la PEA. Del total de la PEA el 93,5 % cuenta con trabajo.

Fuente: SNM y ENPOVE.

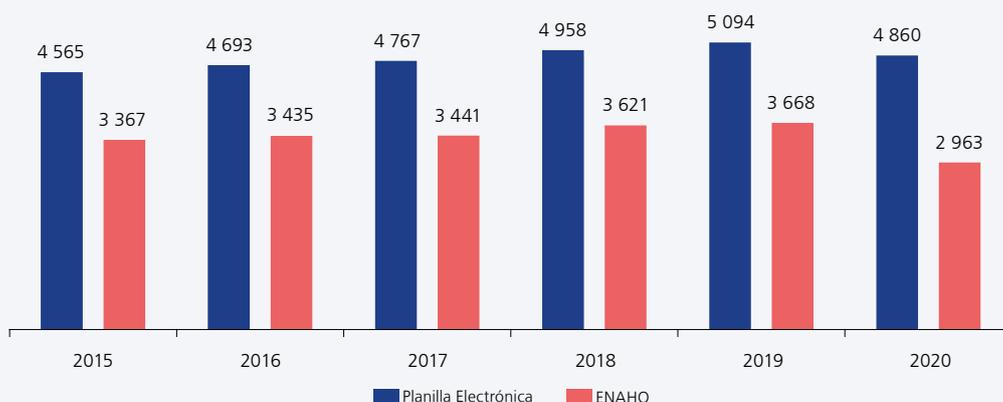
10 La ENAHO está dirigida a personas a partir de los 14 años y se realiza a nivel nacional lo que permite obtener información por ámbito geográfico: urbano y rural. En el año 2020 se entrevistaron 37 103 viviendas (23 895 del ámbito urbano y 13 208 del ámbito rural).

11 La EPE está dirigida a personas a partir de los 14 años y se realiza en Lima Metropolitana y el Callao. En el año 2020 se entrevistaron 19 200 viviendas.

12 A partir de 2021 mediante la nueva Encuesta Nacional del Mercado Laboral (ENAMEL) se recogerá información de estas viviendas con el fin de captar a la población migrante.

La ENAHO no logra replicar el tamaño del mercado laboral formal dependiente: la Planilla Electrónica registra 1,9 millones más de trabajadores formales dependientes con seguro de salud (Essalud) que la ENAHO. Según los datos de la Sunat entre 2015 y 2019 el número de trabajadores dependientes formales con Essalud¹³ creció 2,8 por ciento promedio anual (de 4,6 a 5,1 millones), mientras que la ENAHO registra un crecimiento de 2,2 por ciento (de 3,4 a 3,7 millones) en el mismo periodo. En el año 2020, la ENAHO registra una disminución de 19,2 por ciento de empleo formal dependiente en tanto que según la Planilla se redujo 4,6 por ciento.

TRABAJADORES FORMALES DEPENDIENTES (En miles)



Para contar con información más precisa del mercado laboral, el INEI ha diseñado una encuesta específica de empleo con cobertura nacional a nivel mensual para una muestra de 106 mil viviendas frente a las 37 mil viviendas de la ENAHO. La Encuesta Nacional del Mercado Laboral (ENAMEL) se encuentra en etapa de levantamiento de información¹⁴, y cuando los resultados se encuentren disponibles se podrá contar con:

- Series mensuales (trimestres móviles) con representatividad a nivel nacional, departamental y por ciudades.
- Muestras de panel de hogares, tanto dentro del año (se va poder seguir un hogar en dos trimestres) como entre años (un hogar en dos años consecutivos).
- Información de viviendas con hogares múltiples para captar a la población migrante venezolana.
- La nueva encuesta consulta por el número de DNI, lo cual hace posible realizar un cruce de datos con la Planilla Electrónica, lo cual contribuiría a mejorar la estimación del empleo formal dependiente.

Finalmente, se espera que la ENAMEL permita contar con indicadores del mercado laboral de mayor calidad, y con ello contribuir a la investigación y al mejor diseño de las políticas públicas.

13 La ENAHO clasifica a un trabajador dependiente como formal si declara contar con un seguro de salud pagado por su empleador.

14 Según la página del INEI se encuentran ejecutando encuestas presenciales, complementadas por entrevistas telefónicas, de la ENAHO, EPE, ENAMEL y otras.

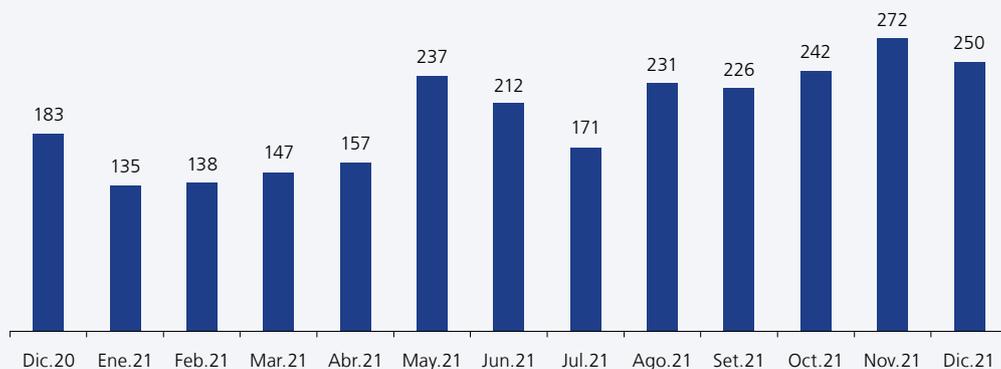


Recuadro 5 CONFLICTOS Y ACTIVIDAD MINERA

En 2021, la actividad del sector minería metálica creció 9,7 por ciento respecto al año previo. Sin embargo, se contrajo 5,5 por ciento en comparación a 2019, debido a que la producción de algunas minas se mantuvo restringida por los protocolos de bioseguridad contra la propagación del COVID-19, así como por menores leyes y conflictos sociales.

Según la Defensoría del Pueblo, en diciembre de 2021 se contaba con 98 conflictos socioambientales activos, de los cuales 63 estaban relacionados al sector minero y 23 al de hidrocarburos. Adicionalmente, las acciones de protesta colectiva en el Perú, como plantones, encadenamientos, bloqueos de vías, marchas, movilizaciones, entre otros, ascendieron a 250, alcanzando un pico en noviembre.

ACCIONES DE PROTESTA COLECTIVA (Número de acciones)



Fuente: Defensoría del Pueblo.

En 2021 se realizaron bloqueos de vías contra grandes y medianas empresas mineras, como Antamina, Las Bambas, Constancia, Antapaccay, Apumayo, Ares y Buenaventura (unidad Uchucchacua), lo que afectó negativamente la producción de cobre, oro, zinc, molibdeno, plomo y plata. Algunos de los conflictos que sucedieron en dicho año son los siguientes:

1. El 20 de enero pobladores de Chumbivilcas (Cusco) bloquearon la vía de acceso y salida a la mina Constancia debido a que, después de 4 años, aún no se llegaba a un acuerdo sobre los términos del convenio marco que especifica el aporte anual de la empresa. Dirigentes demandaban S/ 50 millones, mientras que la mina propuso destinar S/ 40 millones.
2. El 8 de marzo, las organizaciones de Espinar (Cusco) iniciaron una huelga indefinida contra la empresa Glencore-Antapaccay, en contra del proyecto de expansión Coroccohuayco.
3. El 24 de julio, los integrantes de la comunidad de Chumbivilcas iniciaron un paro indefinido en contra de la empresa minera Las Bambas, solicitando, entre otros, que se deje sin efecto la

resolución ministerial que declara la carretera que pasa por sus comunidades como vía nacional. El 2 de agosto se acordó una tregua por dos meses que serviría como tiempo de negociación entre ambas partes. Sin embargo, en setiembre, se reactivó el conflicto y bloquearon el corredor por alrededor de 20 días.

4. Del 19 al 27 de octubre se registraron protestas por parte de la comunidad de Cotabambas. Los manifestantes reclamaban el pago de compensaciones por sus predios, pasivos ambientales, entre otros. El 27 de octubre se llegó a un acuerdo en donde se definió una reunión con el gerente de Las Bambas para el martes 9 de noviembre. Tras ello, el 19 de noviembre, 10 comunidades de Chumbivilcas reiniciaron el bloqueo del corredor minero del sur, denunciando a Las Bambas de no haber cumplido con los compromisos pactados¹⁵. Al no llegar a un acuerdo, el bloqueo continuó hasta el 31 de diciembre, en donde se acordó con el Ministerio de Transportes y Comunicaciones un presupuesto para el saneamiento del corredor minero y una futura fecha para que se discuta la posibilidad de que la comunidad participe en la cadena de valor de la mina.
5. La unidad minera de Uchucchacua de Buenaventura, que produce plata, zinc y plomo, suspendió sus actividades de producción desde el 13 de setiembre, por el paro realizado en la Comunidad Campesina de Oyón desde dicho mes, y con el objetivo de lograr una operación más eficiente y rentable. Durante la paralización, se implementarían medidas para reducir costos fijos, enfocar las exploraciones en zonas de mayores leyes, entre otros. Cabe recalcar que la empresa no espera que la suspensión de la producción de la unidad afecte el inicio de operación del proyecto de plata de Yumpag para 2024.
6. De igual manera, desde el 25 de octubre, los pobladores del distrito de Livitaca (Chumbivilcas) bloquearon zonas del corredor minero contra la empresa Hudbay (Constancia), solicitando el incremento del convenio marco ante la ampliación de sus operaciones con el tajo de Pampacancha. Las comunidades proponen una transferencia anual de S/ 50 millones para el cierre de brechas de salud, saneamiento y educación.
7. El 28 de octubre las comunidades de las provincias de Lucanas, Parinacochas, y Paucar del Sara Sara en Ayacucho, anunciaron un paro indefinido contra las mineras Apumayo y Ares, solicitando el retiro de las empresas, a las que acusan de contaminar los recursos hídricos de la región. Alrededor de unas 500 personas invadieron e incendiaron las instalaciones de la Compañía Minera Apumayo.
8. El 31 de octubre, Antamina anunció la suspensión de sus operaciones ante las protestas y bloqueo de carreteras por parte de la comunidad de Aquia, quienes acusaban a la empresa de usurpar sus terrenos. La presencia de la empresa en esta región está centrada en el mineroducto que transporta la producción de concentrados de cobre.

15 Además, las comunidades exigían que se les otorgue un aproximado de 75 unidades de transporte de concentrado (alrededor del 20 por ciento de las unidades que utiliza la compañía), MMG Limited les ofreció 12.



PRINCIPALES ÁREAS DE CONFLICTOS MINEROS EN EL PERÚ



Fuente: Defensoría del Pueblo.

En 2021, la producción de **cobre**¹⁶ fue de 2,2 millones de toneladas métricas. Se estima que alrededor de 68 mil TMF se dejaron de producir por los constantes bloqueos en el corredor minero del sur y de Antamina, en noviembre. Ello tuvo un impacto en el PBI del sector minería metálica de -1,9 puntos porcentuales.

Asimismo, se dejaron de producir alrededor de 12 mil TMF y 488 TMF de **zinc y molibdeno** en 2021, respectivamente; cada uno tendría un impacto de -0,1 pp. Mientras que la menor extracción de **oro y plata** habría contribuido negativamente en -0,04 y -0,1 pp, respectivamente, al PBI del sector.

16 Concentrado de cobre obtenido por proceso de flotación.

PRODUCCIÓN MINERA PERDIDA DEBIDO A CONFLICTOS SOCIALES, SEGÚN METAL

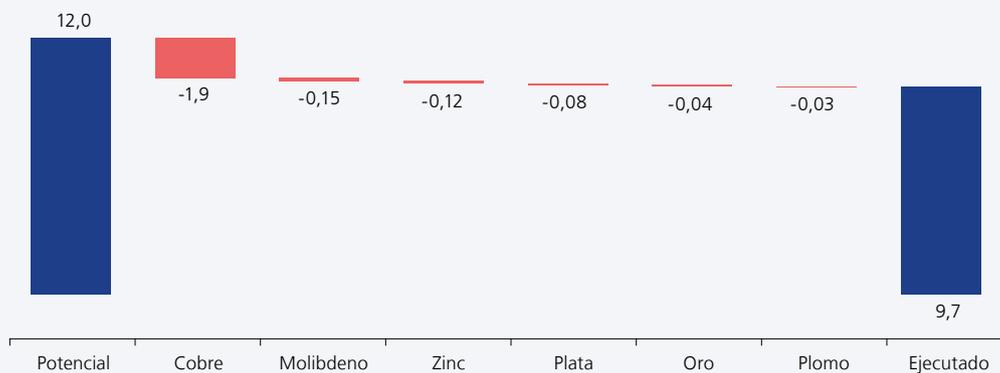
Metal	Minas	Unidades
Cobre	Las Bambas, Constancia, Antapaccay, Antamina	68 mil TMF
Oro	Antapaccay, Apumayo, Constancia, Ares	13 mil onzas troy
Zinc	Antamina, Buenaventura (Uchucchacua)	12 mil TMF
Plomo	Antamina, Buenaventura (Uchucchacua)	3 mil TMF
Plata	Constancia, Antamina, Antapaccay, Ares, Apumayo, Buenaventura (Uchucchacua)	1276 mil onzas troy
Molibdeno	Constancia, Las Bambas, Antamina	488 TMF

Nota: Para Las Bambas y Constancia, la producción perdida es la diferencia entre el límite superior de su plan de producción 2021 y el ejecutado. Para las demás unidades, la producción perdida cada mes es la diferencia entre el promedio de producción durante los meses sin conflicto en 2021 y el ejecutado.
Fuente: BCRP

En total, los conflictos de la gran y mediana minería habrían afectado negativamente al PBI del sector minería metálica en 2,3 pp. Ello habría tenido un impacto directo en el PBI total de -0,2 pp en el año 2021.

PÉRDIDA DEL PBI DEL SECTOR MINERÍA METÁLICA POR CONFLICTOS SOCIALES

(Var. % y puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Conflictos sociales e inversión minera de mediano y largo plazo

Los recientes conflictos entre la comunidad de Chumbivilcas (Cusco) y la empresa MMG Las Bambas, cuyas operaciones se realizan en la zona fronteriza de Apurímac y Cusco, revelan que la situación de conflictividad puede escalar hasta lograr el cierre de las operaciones (no se realiza actividad de producción), y a que las empresas, involucradas o no en el conflicto, revisen sus planes de inversión y operaciones futuras en dichas zonas. Desde la perspectiva del sector minero, los conflictos¹⁷ socioambientales en este sector podrían reducir la inversión en el futuro (Chirinos, 2015).

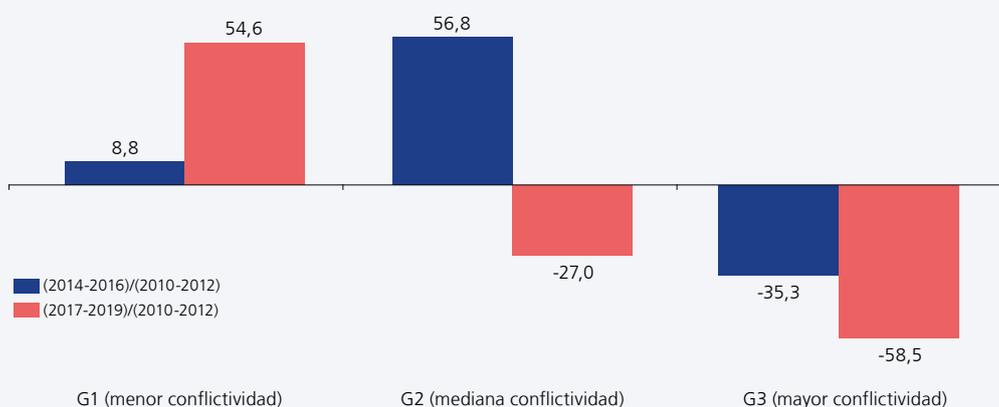
17 La Defensoría del Pueblo define la conflictividad social como “un proceso complejo en el cual sectores de la sociedad, el Estado y las empresas perciben que sus objetivos, intereses, valores o necesidades son contradictorios y esa contradicción puede derivar en violencia”.



Para realizar una primera aproximación en el análisis de esta relación de mediano y largo plazo, se dividen a las nueve regiones con mayor participación en el PBI minero (juntas representan el 76 por ciento del valor agregado minero) en tres grupos (G1, G2 y G3), según el número promedio de conflictos socioambientales mineros reportados por la Defensoría del Pueblo¹⁸ entre los años 2008 y 2012. Se observa que hay una correlación entre las regiones que tuvieron una mayor cantidad de conflictos sociales en este periodo y las que registraron reducciones significativas en la inversión minera futura (hasta 10 años después). Por ejemplo, la inversión minera en el grupo G3 (regiones con mayor cantidad de conflictos sociales, y conformado por Áncash, Cajamarca y Cusco) cayó en 35,3 y 58,5 por ciento en los periodos 2014-2016 y 2017-2019, respectivamente, en comparación a la inversión minera registrada en los años entre 2010 y 2012.

CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN MINERA SEGÚN GRUPOS DE REGIONES MINERAS*

(En porcentajes)



* Grupos conformados por la cantidad de conflictos sociales mineros.
Fuente: BCRP y Defensoría del Pueblo.

A nivel departamental se destaca que, Áncash, región que aporta cerca del 17 por ciento del PBI minero, registró caídas de su inversión minera de 41,5 y 49,4 por ciento en los periodos 2014-2016 y 2017-2019, respectivamente. Estas reducciones en la inversión minera coinciden en que Áncash fue la región con mayores conflictos socioambientales mineros en el periodo 2008-2012 (en promedio, cerca de 10 conflictos). Por el contrario, las regiones donde ocurrió una menor cantidad de conflictos sociales sí registró un crecimiento positivo de la inversión minera. Por ejemplo, en La Libertad y Moquegua, ambas regiones con menos de 2 conflictos sociales entre 2008-2012, la inversión minera se incrementó en 8,7 y 54,1 por ciento entre 2014-2016, respectivamente.

La menor inversión privada (20 por ciento del PBI), como consecuencia de menores planes futuros de inversión y operaciones mineras tras los conflictos socioambientales, reduce el nivel de actividad actual, así como el crecimiento del producto potencial de mediano y largo plazo, lo que se vería reflejado en la menor generación de empleo, producción y recaudación. Por ejemplo, de acuerdo al Instituto Peruano de Economía (IPE, 2012), por cada empleo creado en la minería se generarían nueve empleos adicionales en el resto de la economía. De igual manera, el IPE destaca que la actividad minera, en los

18 Los conflictos socioambientales mineros reportados por la Defensoría del Pueblo se encuentran ligados, en su mayoría, a (posible) contaminación ambiental, autorización para el uso de recursos, entre otros, y son percibidos, de acuerdo a la III Encuesta Panel de Expertos Mineros de enero 2015, como la tercera causa más importante en el retraso de los proyectos de inversión minera. Esta causa prima sobre aquellas relacionadas con posibles menores cotizaciones y trabas administrativas.

últimos 10 años, representó cerca del 16 por ciento de la recaudación de los impuestos provenientes de las empresas¹⁹. De esta manera, debido a la importancia nacional y regional de la actividad minera, resultaría importante contar con una participación ciudadana oportuna e informada (Tanaka et al, 2005), a fin de evitar el escalamiento de los conflictos sociales. Inclusive, dicha participación sería fundamental en el proceso de una controversia ambiental, pues permitiría la toma de decisiones rápida y adecuada sobre los proyectos mineros responsables y sostenibles para que estos no se vean afectados.

PRINCIPALES REGIONES MINERAS: CONFLICTOS SOCIALES, VALOR AGREGADO Y CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN MINERA

	Promedio de conflictos	Participación de la minería en el VAB* departamental (por ciento)	Participación del departamento en el VAB* minero (por ciento)	Var. % promedio de la inversión minera	
				[2014-2016] / [2010-2012]	[2017-2019] / [2010-2012]
				2008-2012	
Menor conflictividad (G1)					
La Libertad	1,4	15,5	5,1	8,7	-25,7
Moquegua	1,0	35,7	5,8	54,1	289,3
Piura	1,4	17,2	5,1	-72,0	-82,2
Mediana conflictividad (G2)					
Arequipa	2,0	27,9	11,1	154,6	-12,0
Lima	1,6	1,8	6,0	-11,1	-20,5
Pasco	2,4	68,4	6,7	-38,9	-53,7
Mayor conflictividad (G3)					
Áncash	9,4	51,1	16,8	-41,5	-49,4
Cajamarca	7,4	33,9	6,9	-73,9	-70,6
Cusco	4,8	40,7	12,3	30,2	-48,5

* Valor Agregado Bruto.

Fuente: BCRP y Defensoría del Pueblo.

En el último reporte de Defensoría del Pueblo de enero de 2022, se registran 66 conflictos mineros activos (igual número de conflictos que en enero 2021). Por ello, es necesario continuar con las políticas de monitoreo y prevención de conflictos sociales, procurando preservar tanto la economía nacional como los derechos fundamentales de las personas en el área de influencia del conflicto.

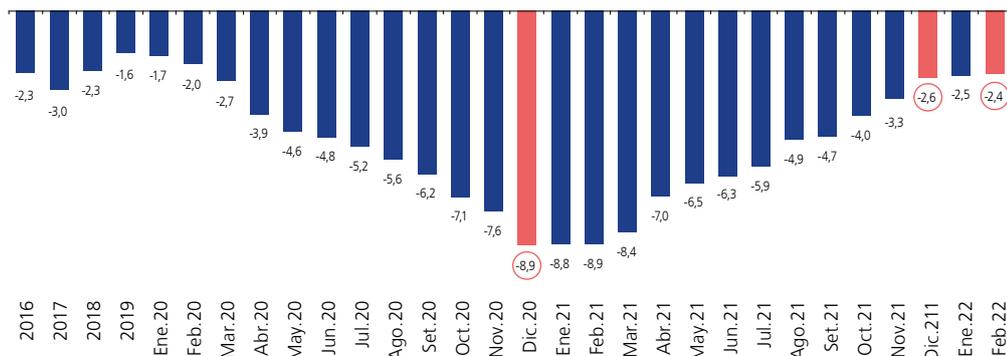
IV. Finanzas públicas

39. El déficit fiscal en términos anuales disminuyó de 2,6 a 2,4 por ciento del PBI entre diciembre de 2021 y febrero de 2022. Con ello se acumulan doce meses consecutivos de reducción del déficit fiscal, luego de la tendencia creciente observada en 2020 producto de la pandemia. La disminución respecto al cierre de 2021 respondió al incremento de los ingresos corrientes del Gobierno General y a los menores gastos no financieros. Esta evolución fue parcialmente contrarrestada por la disminución del resultado primario de las empresas estatales.

El aumento de los ingresos corrientes anualizados del Gobierno General en términos del producto fue reflejo principalmente del incremento de los ingresos tributarios del Gobierno Nacional. Por componentes, la mayor recaudación provino del Impuesto General a las Ventas (IGV), principalmente del IGV a las importaciones; y del impuesto a la renta, en su mayoría de personas jurídicas domiciliadas y de personas naturales. En menor magnitud, contribuyó el aumento del Impuesto Especial a la Minería (IEM), así como los ingresos por concepto de amnistía y regularización e impuesto al rodaje y otros ingresos, entre otros.

La contracción de los gastos no financieros del Gobierno General en los últimos doce meses a febrero de 2022 como porcentaje del PBI se debió, tanto a la reducción de los gastos corrientes, principalmente por menores transferencias, como a la caída de la formación bruta de capital en los tres niveles de gobierno. Los menores gastos corrientes se explican por el retiro gradual de las medidas extraordinarias de gasto adoptadas para enfrentar la emergencia sanitaria y para reactivación. Por funciones, la contracción de la formación bruta de capital se debe a una menor ejecución de proyectos de Transporte, Saneamiento y Educación.

Gráfico 62
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2022
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



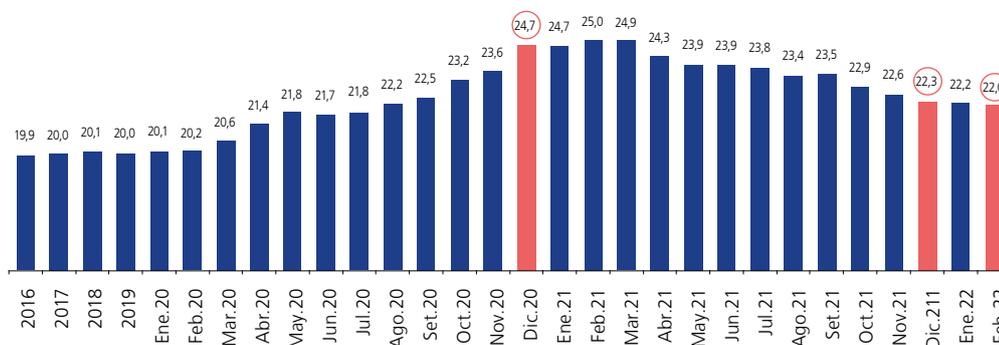
Fuente: MEF, SUNAT y BCRP.

Gráfico 63
INGRESOS CORRIENTES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2022
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: SUNAT y BCRP.

Gráfico 64
GASTOS NO FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2022
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF y BCRP.

40. El **déficit fiscal** se reduciría de 2,6 a 2,5 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, nivel que sería inferior en 1,2 puntos porcentuales del producto al establecido por la regla fiscal de 3,7 por ciento (Decreto de Urgencia N°079-2021). En este año los ingresos seguirían mostrando tasas de crecimiento positivas explicadas por mayores ingresos tributarios, asimismo el gasto continuaría reduciendo su dinamismo debido al retiro gradual de las medidas adoptadas para hacer frente a la emergencia sanitaria.

Para 2023 se espera que el déficit se reduzca a 2,2 por ciento del producto, continuando así el proceso de consolidación fiscal. Esta reducción del déficit se explicaría por el menor gasto corriente, principalmente en transferencias corrientes (bonos monetarios a hogares), bienes y servicios (menores suministros médicos y personal CAS) y remuneraciones (emergencia sanitaria), en tanto los ingresos corrientes se mantienen constantes en términos del PBI, respecto al año previo.

En comparación con el Reporte de diciembre, se reduce la proyección del déficit fiscal de 2,8 a 2,5 por ciento del producto para 2022 y de 2,4 a 2,2 por ciento para 2023. El menor déficit proyectado para ambos años se explica por un incremento en la proyección



de ingresos dada la evolución favorable observada en 2021, en tanto las proyecciones de gastos se mantienen relativamente similares entre ambos reportes.

Cuadro 27
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	21,0	20,6	20,7	20,6	20,7
Variación % real	37,7%	2,0%	1,1%	3,6%	3,8%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	22,3	21,8	21,8	21,4	21,3
Variación % real	5,0%	0,7%	0,5%	1,7%	2,0%
Del cual:					
Gasto corriente	17,2	16,8	16,6	16,5	16,3
Variación % real	-0,6%	-0,7%	-0,9%	1,5%	2,1%
Formación bruta de capital	4,2	4,4	4,4	4,3	4,4
Variación % real	30,6%	8,5%	7,9%	2,1%	2,5%
3. Otros 1/	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-0,5
5. Intereses	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6
6. Resultado económico	-2,6	-2,8	-2,5	-2,4	-2,2

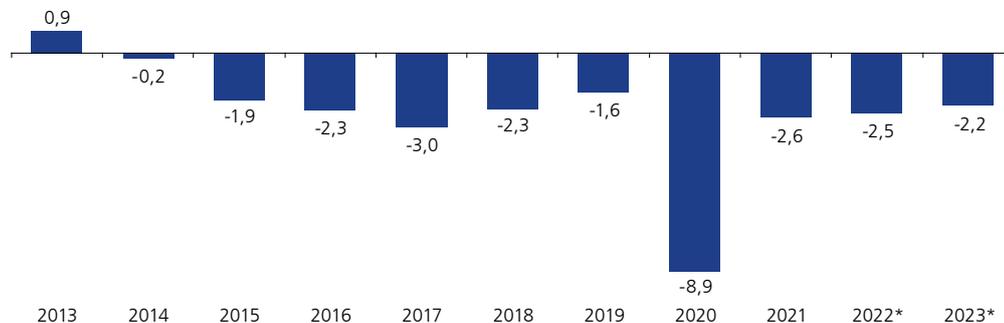
1/ Incluye ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: BCRP.

Gráfico 65
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

- Los **ingresos corrientes** representarían el 20,7 por ciento del PBI en 2022, nivel menor en 0,3 por ciento al registrado al cierre de 2021, debido a que no se esperan ingresos extraordinarios de similar magnitud a los registrados en el segundo semestre del año anterior. La proyección para 2022 considera tanto mayores pagos por parte de empresas mineras y de hidrocarburos, efecto que se reflejaría en una mayor captación del impuesto a la renta empresarial, así como mayores ingresos por canon y regalías petroleras. De otro lado, el incremento del consumo privado se traduciría en una mayor recaudación de IGIV.

En comparación al Reporte previo, se revisa la proyección de los ingresos de 20,6 a 20,7 por ciento del producto por mayores ingresos tributarios esperados. Estos mayores ingresos son reflejo principalmente de los mayores precios de las exportaciones, así como de los combustibles.

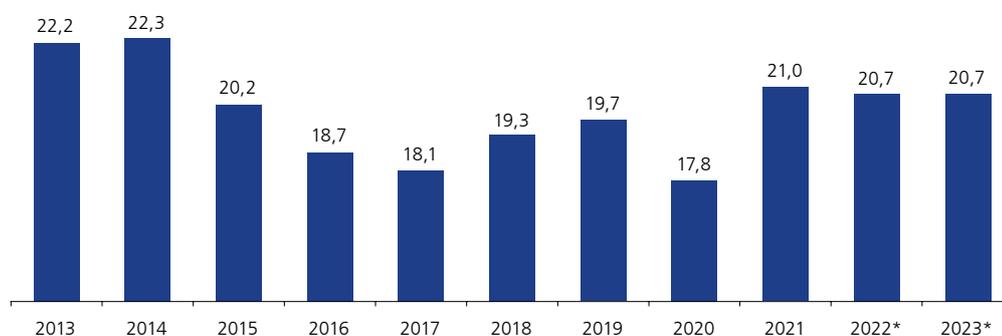
En 2023, los ingresos corrientes representarían el 20,7 por ciento del PBI, mayor en 0,1 por ciento respecto a lo contemplado en el Reporte anterior. Esta corrección en la proyección de ingresos para 2023 provendría también de los mayores precios internacionales.

Cuadro 28
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Ene.22	RI Dic.21	RI Ene.22
INGRESOS TRIBUTARIOS	16,4	15,9	16,1	15,9	16,1
Impuesto a la renta	6,3	6,4	6,4	6,3	6,4
Impuesto General a las Ventas (IGV)	9,0	8,8	9,0	8,9	9,1
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	2,2	2,0	1,9	2,0	1,9
Devolución de impuestos	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5
Contribuciones sociales	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Recursos propios y transferencias	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3
Canon y Regalías	0,9	0,9	1,0	0,8	0,9
Resto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
TOTAL	21,0	20,6	20,7	20,6	20,7

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

Gráfico 66
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gastos no financieros

42. Los **gastos no financieros** registrarían un crecimiento real de 0,5 por ciento en 2022, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 21,8 por ciento, menor en 0,5 puntos



porcentuales del producto al observado en 2021. Esta evolución se encuentra en línea con la consolidación esperada del gasto público. El menor dinamismo se explicaría por la reducción del gasto público relacionado al COVID- 19, principalmente por un menor nivel de transferencias corrientes, así como en bienes y servicios. Por otro lado, se espera un incremento de remuneraciones a maestros y profesionales de la salud en los meses de marzo y noviembre.

Los gastos seguirían reduciéndose como porcentaje del PBI y llegarían a representar 21,3 por ciento del PBI para 2023. Durante ese año, los gastos reducirían su dinamismo a causa de menores gastos originados por el COVID-19. Este ratio sería aún superior al que se tenía antes de la pandemia, pero equivalente al registrado en 2015.

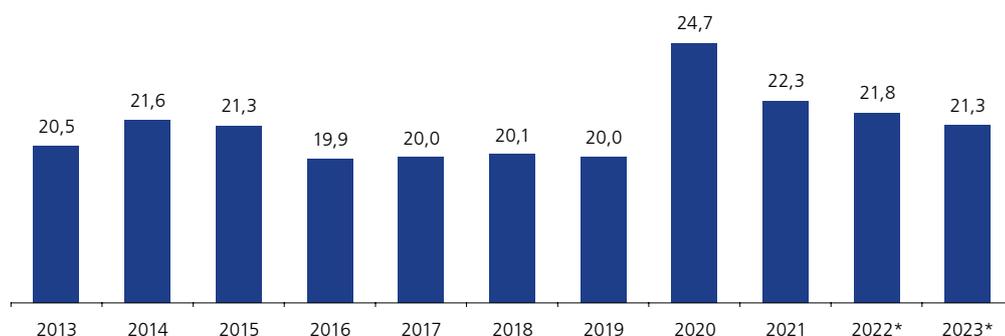
Respecto a lo previsto en el último Reporte, la proyección de gastos en términos del PBI se mantiene para 2022 y se reduce ligeramente para 2023, las estimaciones para ambos años consideran menores gastos corrientes como porcentaje del producto.

Cuadro 29
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

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

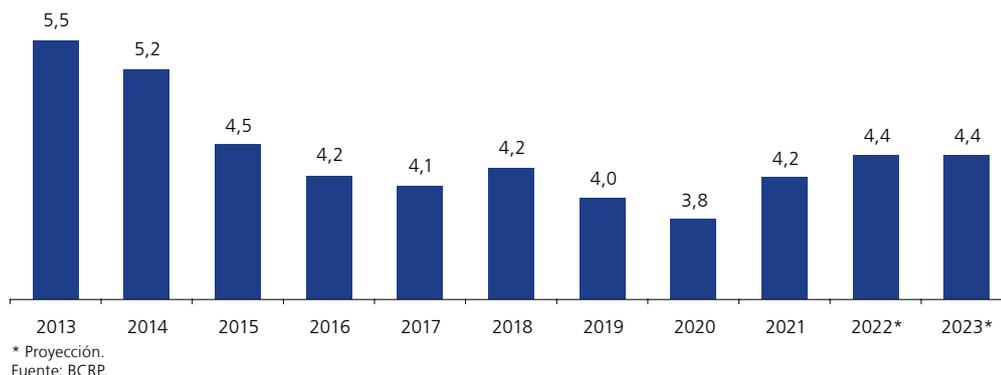
* Proyección.
RI : Reporte de Inflación.
Fuente: BCRP.

Gráfico 67
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

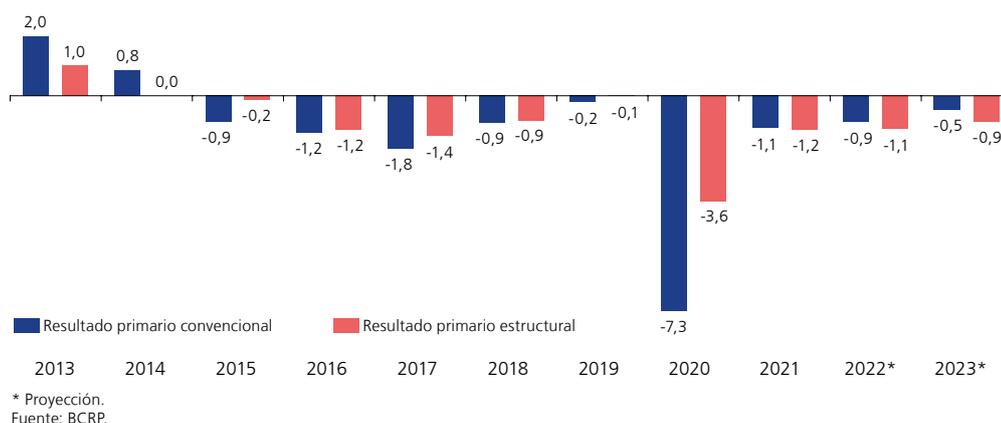
Gráfico 68
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
 (Porcentaje del PBI)



Postura fiscal

43. El **resultado primario estructural** excluye los efectos sobre la recaudación y gastos del Gobierno, de las decisiones discrecionales de la política fiscal y de los componentes cíclicos y transitorios que afectan la economía. El déficit primario estructural se estima en 1,2 por ciento del PBI tendencial en 2021, y se espera un déficit primario estructural de 1,1 y 0,9 por ciento del PBI tendencial en 2022 y 2023, respectivamente, cifras en línea con la consolidación de las finanzas públicas pero que reflejan una posición fiscal aún expansiva en comparación con la situación prepandemia (déficit primario estructural de 0,1 por ciento en el 2019).

Gráfico 69
RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023
 (Porcentaje del PBI y PBI tendencial)



Financiamiento y deuda

44. Respecto al último Reporte de 2021 se reduce la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2022 y 2023. Estos ajustes responden a los menores déficits fiscales nominales estimados para ambos años. Por el lado de las **fuentes de financiamiento**, el ajuste se daría mediante un menor uso de los activos en ambos años.





Cuadro 30
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2021	2022*		2023*	
		RI Dic.21	RI Mar.22	RI Dic.21	RI Mar.22
I. USOS	25 990	30 573	27 802	29 439	27 575
1. Amortización	3 235	4 705	4 664	5 939	5 899
a. Externa	1 852	3 984	3 894	3 919	3 879
b. Interna	1 383	721	770	2 020	2 020
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	627	550	556	550	550
2. Resultado económico ^{1/}	22 756	25 868	23 138	23 499	21 676
II. FUENTES	25 990	30 573	27 802	29 439	27 575
1. Desembolsos y otros	59 378	26 377	26 504	25 398	25 329
a. Externas	14 799	2 825	3 109	2 888	2 849
b. Bonos	44 579	23 552	23 394	22 510	22 480
2. Variación de depósitos y otros ^{2/}	-33 387	4 196	1 299	4 041	2 246

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	36,1	35,9	35,2	35,6	34,8
Saldo de deuda pública neta	21,9	23,7	22,4	24,4	23,0
Saldo de depósitos públicos	14,2	12,2	12,8	11,2	11,8

^{1/} Signo negativo indica superávit.

^{2/} Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección.

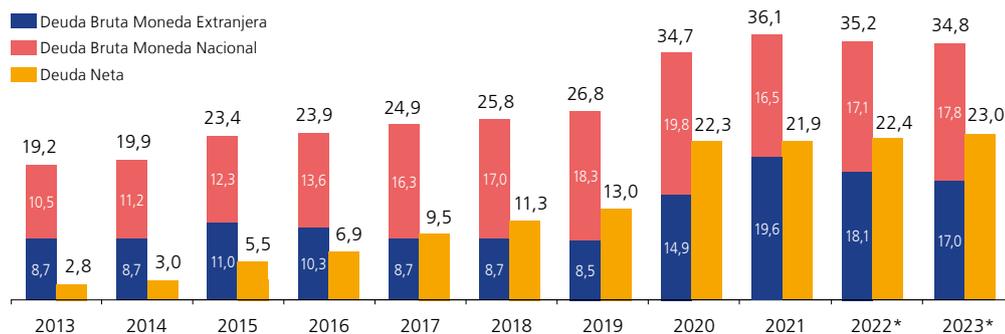
RI : Reporte de Inflación.

Fuente: BCRP.

La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasaría de 36,1 a 35,2 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, para finalmente ubicarse en 34,8 por ciento al final del horizonte de proyección, en línea con la consolidación esperada de las finanzas públicas. La proyección de la deuda bruta para 2022 sería menor al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI (Decreto de Urgencia N°079-2021).

Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumentaría de 21,9 a 22,4 por ciento del PBI entre 2021 y 2022 y representaría el 23,0 por ciento del producto en 2023. Las proyecciones de los déficits fiscales y el manejo esperado de los depósitos públicos explican la tendencia creciente de la deuda neta.

Gráfico 70
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)

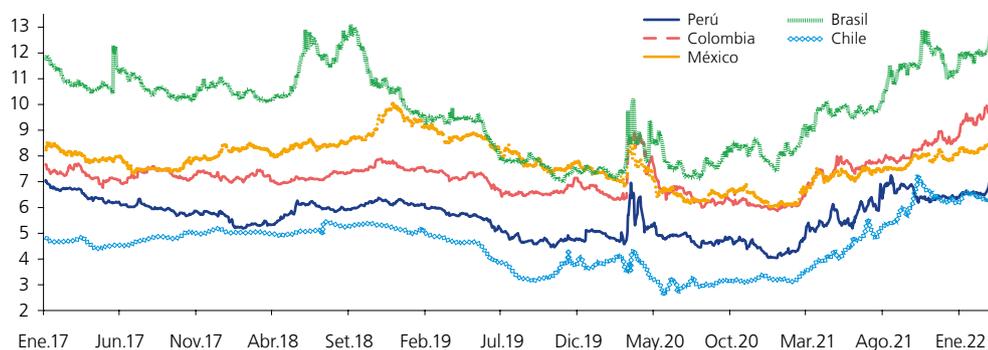


* Proyección.
Fuente: BCRP.

Entre diciembre de 2021 y marzo de 2022 las tasas de interés de bonos de Gobierno en los países de la región aumentaron por: i) el endurecimiento de las condiciones monetarias a nivel global para reducir la inflación; ii) el escalamiento de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania; y iii) temores en el ritmo de recuperación de las economías. Cabe resaltar que el desempeño en los bonos ha sido diferenciado debido a que algunos se beneficiaron de la tendencia alcista en las materias primas y otros de posturas más *dovish* de sus bancos centrales. Así, los bonos en moneda nacional a 10 años en Chile, Perú, México, Colombia y Brasil presentan mayores tasas de interés, 9, 85, 107, 153 y 176 puntos básicos, respectivamente.

Similarmente, las tasas de rendimiento a 10 años de los bonos denominados en dólares también subieron, en línea con las mayores tasas de los bonos estadounidenses. Para Brasil, México, Perú, Chile y Colombia los incrementos fueron de 73, 78, 79, 89 y 106 puntos básicos, respectivamente. En tanto el bono estadounidense subió en 63 puntos básicos, desde 1,51 por ciento en diciembre de 2021 a 2,14 por ciento en marzo de 2022. La perspectiva para los próximos meses es negativa por las alzas esperadas de las tasas de interés en Estados Unidos.

Gráfico 71
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)

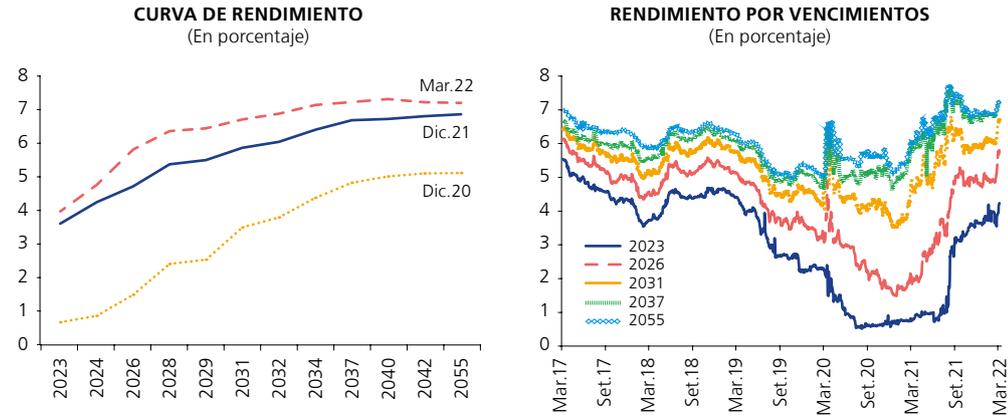


Al 14 de marzo.
Fuente: MEF y Reuters.

La curva de rendimiento del Bono del Tesoro Público (BTP) nominales presenta en el primer trimestre un incremento promedio de 69 puntos básicos, principalmente en el tramo medio (BTP 2026 y 2028), asociado al incremento en la tasa de referencia del BCRP en 150 puntos básicos entre enero y marzo de este año y por las expectativas inflacionarias de corto plazo. El BTP 2029 alcanzó un nuevo máximo histórico en marzo (6,45 por ciento) y los BTP 2028, 2032 y 2034 cotizan, al 14 de marzo, en menos de 30 puntos básicos por debajo de sus niveles máximos históricos. El *spread* entre los BTP nominales y aquellos con Valor Adquisitivo Constante (VAC) al plazo de 10 años ha subido de 2,51 a 3,10 por ciento entre diciembre de 2021 y marzo de 2022. La volatilidad de los BTP también ha aumentado en el primer trimestre de 2022, principalmente en el caso de los bonos del tramo corto y medio. Este incremento está asociado a la incertidumbre sobre la duración del conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania y al mayor ruido político en la primera semana de febrero luego del cambio de gabinete ministerial.



Gráfico 72



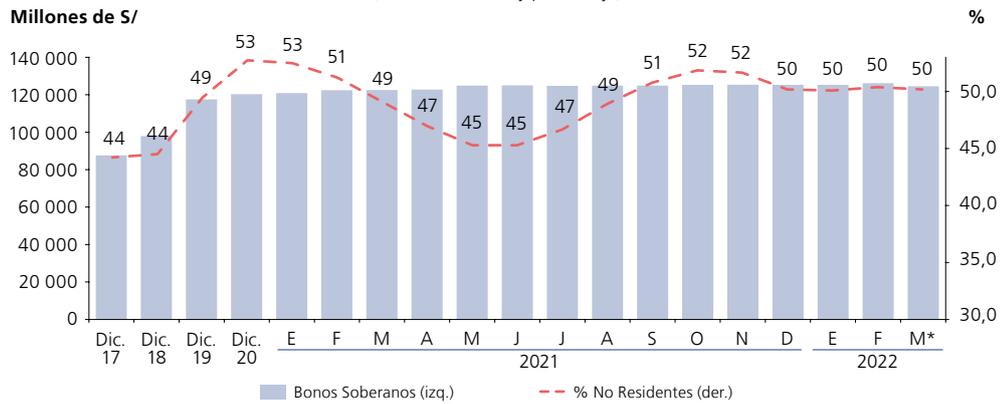
Al 14 de marzo.
Fuente: MEF

El saldo de bonos soberanos ascendió a S/ 124,3 mil millones al 16 de marzo de 2022. Los inversionistas no residentes disminuyeron sus tenencias de bonos soberanos en S/ 396 millones, con ello su participación se mantuvo relativamente constante, alrededor de 50 por ciento entre diciembre de 2021 y marzo de 2022.

Gráfico 73

SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

(Millones de soles y porcentaje)



* Al 16 de marzo.

Nota: La participación de inversionistas no residentes incluye bonos soberanos nominales y bonos indexados a la inflación. Asimismo, excluye el monto de Global Depositary Notes (GDN) de los BTP asignados al portafolio de las AFP.

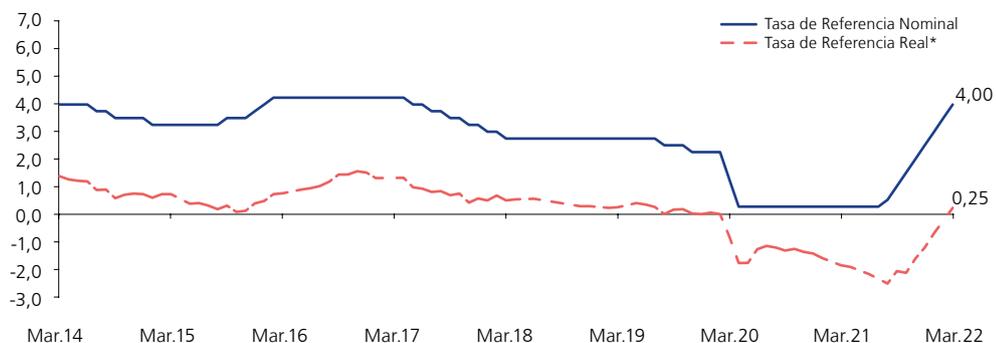
Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

45. Entre enero y marzo de 2022, el Directorio del BCRP continuó con la normalización de la posición de política monetaria iniciada en agosto de 2021. Luego de los incrementos de la tasa de referencia de 225 puntos básicos acumulados durante las sesiones de política monetaria llevadas a cabo entre agosto y diciembre de 2021, en lo que va del año el Directorio del BCRP decidió elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 150 puntos básicos adicionales (50 puntos básicos en cada sesión), acumulando así ocho incrementos en total. De esta manera, la tasa de interés de referencia pasó de 0,25 por ciento en julio de 2021 (mínimo histórico) a 4,0 por ciento en marzo de 2022. Cabe mencionar que la tasa de interés real de referencia se ubica en un nivel ligeramente positivo (0,25 por ciento en marzo de 2022), luego de haber alcanzado un mínimo histórico de -2,53 por ciento en agosto de 2021.

Gráfico 74
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

46. Las decisiones de política monetaria entre enero y marzo de 2022 tomaron en consideración que:





- La tasa de inflación a doce meses se ubicó en 6,15 por ciento en febrero de 2022, manteniéndose transitoriamente por encima del rango meta.
 - Los factores que explicaron el incremento de la inflación fueron el aumento de los precios internacionales de insumos alimenticios (granos) y combustibles, así como del tipo de cambio.
 - La tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses en febrero de 2022 se situó por encima del límite superior del rango meta.
 - Con el aumento significativo de los precios internacionales de energía y alimentos en lo que va del año, acentuados recientemente por conflictos internacionales, se proyecta que la inflación retornaría al rango meta en el primer semestre del próximo año. La trayectoria decreciente de la inflación interanual se iniciaría en julio del presente año, debido a la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) y a que la actividad económica se ubicará aún por debajo de su nivel potencial.
 - Las expectativas de inflación a doce meses se incrementaron de 3,73 por ciento en enero a 3,75 por ciento en febrero, por encima del límite superior del rango meta de inflación.
 - La mayoría de indicadores de expectativas sobre la economía se ubican en el tramo pesimista.
 - La actividad económica mundial se viene recuperando, aunque a menor ritmo por el impacto de COVID-19, por la persistencia de los cuellos de botella de la oferta global de bienes y servicios y una relativa incertidumbre asociada al ritmo de reversión de los estímulos monetarios en las economías avanzadas. Sin embargo, los recientes conflictos internacionales han elevado la incertidumbre en la recuperación de la economía mundial y en la magnitud de las presiones al alza en los precios de *commodities*.
47. La decisión de la tasa de interés de referencia toma en cuenta las proyecciones de la inflación y sus determinantes, como la evolución de la brecha del producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio, y factores de oferta, entre los que destacan los cambios en los precios relativos de alimentos, que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos²⁰. Cuando la inflación responde a choques significativos y persistentes de oferta, los agentes económicos podrían empezar a otorgar mayor ponderación a la inflación realizada como predictor de la inflación futura. En este sentido, las acciones de política monetaria de los bancos centrales deben procurar evitar

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

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

48. En las sesiones llevadas a cabo entre enero y marzo, el Directorio acordó también modificar las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero bajo la modalidad de ventanilla. Además, se restablecieron los límites a las operaciones activas de ventanilla del BCRP (operaciones de reporte directas y créditos de regulación monetaria) similares a los vigentes hasta marzo de 2020, con el fin de incentivar un mayor uso del mercado interbancario por parte de las entidades financieras. De este modo, los niveles vigentes son:
- i. Depósitos *overnight*: 2,50 por ciento anual.
 - ii. Operaciones de reporte directas de títulos valores y de moneda, y créditos de regulación monetaria: i) 4,50 por ciento anual para las primeras 10 operaciones en los últimos 3 meses que una entidad financiera realice a partir del 11 de marzo de 2022; y ii) la tasa de interés que fije el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias para las operaciones adicionales a estas 10 operaciones en los últimos 3 meses. Además, el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias podrá establecer tasas superiores en función al monto de las operaciones.

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

En términos de comunicación, desde la nota informativa del Programa Monetario de enero de 2022, con respecto a la subida de la tasa de interés de referencia, el Directorio del BCRP aclara que se está **“continuando con la normalización de la posición de política monetaria”**. Asimismo, al enunciado presente en sus notas informativas previas sobre que “el Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus expectativas y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria...” se le añadió la expresión **“que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección”**.

En términos de *forward guidance*, en la nota informativa de enero de 2022 se sustituyó la afirmación “Con la información disponible se estima conveniente mantener la posición de política monetaria expansiva por un periodo prolongado, mediante el retiro gradual del estímulo monetario” por la siguiente “Con la información disponible se estima conveniente **proseguir con la normalización de la política monetaria en los próximos meses**”. Sin embargo, esta consideración fue suprimida en la nota informativa de febrero de 2022.

Del mismo modo, el Directorio ha reiterado entre enero y marzo de 2022 que *“los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades”*.

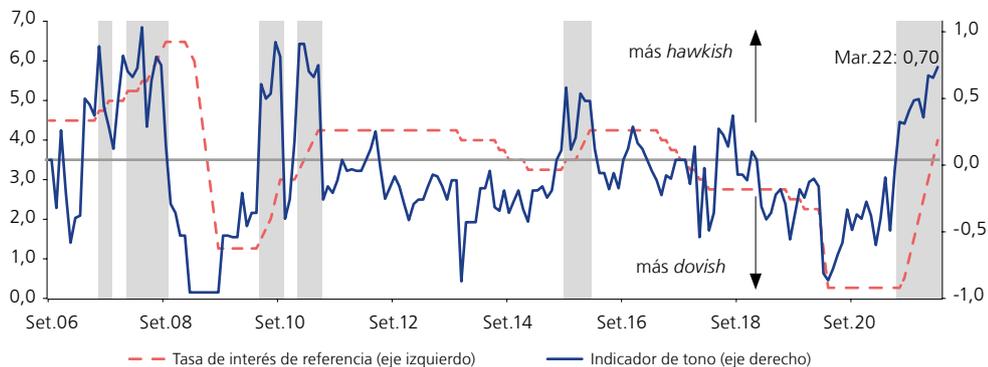


Cuadro 31
MENSAJES DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP

Sesión	Mensaje de la Nota Informativa
Diciembre 2021	<ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 2,50 por ciento. La política monetaria continúa siendo expansiva y la presente decisión no implica necesariamente un ciclo de alzas sucesivas en la tasa de interés de referencia. El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. Con la información disponible se estima conveniente mantener la posición de política monetaria expansiva por un periodo prolongado, mediante el retiro gradual del estímulo monetario. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades.
Enero 2022	<ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 3,00 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria. El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta. Con la información disponible se estima conveniente proseguir con la normalización de la política monetaria en los próximos meses. Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades.
Febrero 2022	<ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 3,50 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria. El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus expectativas y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección. Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades.
Marzo 2022	<ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 4,0 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria. El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus expectativas y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección. Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades.

49. Con respecto al tono de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP muestra una postura de retiro del estímulo monetario desde julio de 2021, un mes antes al incremento de tasa de interés de agosto de dicho año. Asimismo, el indicador muestra también que el comunicado de política monetaria tomó una postura más favorable al retiro del estímulo monetario en los meses siguientes.

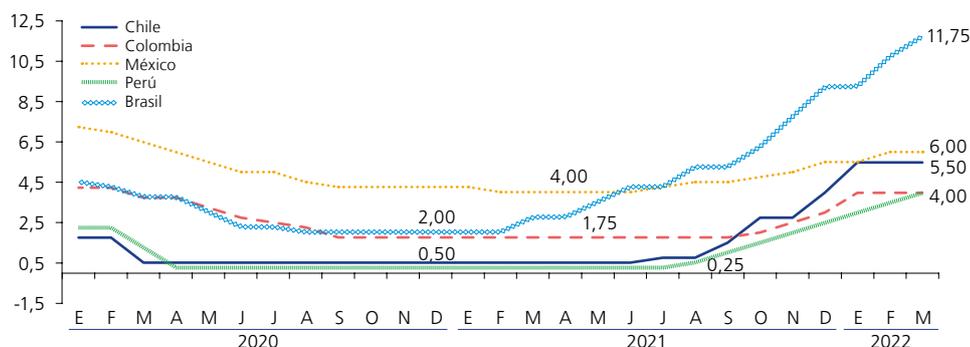
Gráfico 75
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
 (Porcentaje y valor del índice)



* 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.

50. El caso de la política monetaria de Perú se distingue al de otras economías de la región en las que el tránsito hacia una postura menos expansiva se ha dado de una forma más acelerada, en un contexto de presiones inflacionarias y de una recuperación de la actividad económica más rápida que la prevista inicialmente. De hecho, la tasa de interés de política monetaria de Perú de 4,0 por ciento es una de las más bajas de la región.

Gráfico 76
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA: MARZO 2022
 (En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales.

Cada banco central ha optado por empezar un ciclo de alzas de sus tasas de interés de política monetaria en función a sus proyecciones de inflación y de actividad económica. En la mayoría de casos, esto implicó un análisis de balance de riesgos entre frenar la recuperación económica tras el COVID-19 o permitir un desalineamiento de la inflación y las expectativas de inflación con respecto al nivel meta. Esto último ocurría en un contexto en el que progresivamente iban apareciendo presiones inflacionarias a nivel global por aumento de cotizaciones de combustibles, insumos alimenticios y, en general, la crisis en la cadena global de suministros pospandemia (en algunos casos se registró también presiones depreciatorias en las monedas locales por factores externos e internos).

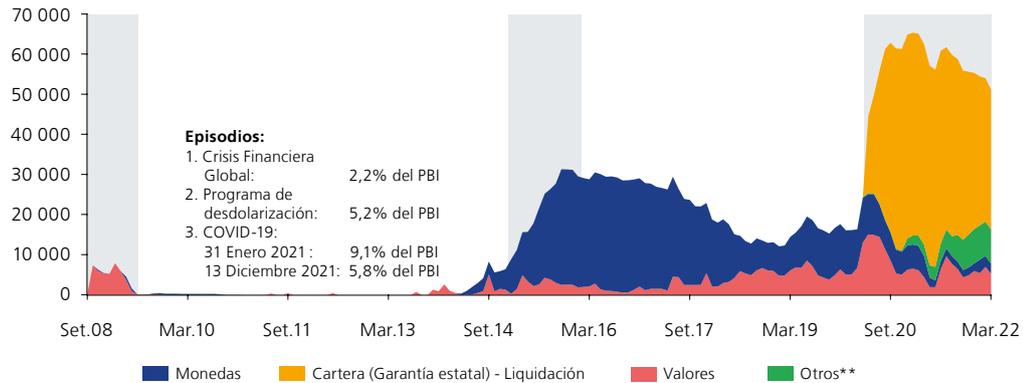
Medidas adicionales del BCRP

51. El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 56,7 mil millones al cierre de diciembre de 2021 a S/ 50,5 mil millones al 14 de marzo de 2022, principalmente por la amortización de repos de cartera con garantía estatal del programa Reactiva Perú (S/ 4,0 mil millones). Este saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 5,8 por ciento del PBI, del cual S/ 34,8 mil millones corresponden al monto liquidado de repos de cartera de crédito con garantía estatal.

En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez es 6,4 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,6 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).



Gráfico 77
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



* Al 14 de marzo de 2022.

** 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.

Cuadro 32
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Otros**	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct.08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov.08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic.08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Jan.09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb.09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar.09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic.14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar.15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun.15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set.15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic.15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
Crisis COVID-19	Feb.20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
	Mar.20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Apr.20	13 015	10 030	0	0	0	250	23 295
	May.20	15 060	10 145	0	0	19 017	260	44 482
	Jun.20	14 947	8 095	0	0	24 338	260	47 640
	Set.20	8 604	5 895	0	0	47 002	304	61 805
	Dic.20	6 309	5 970	0	0	50 729	1 785	64 793
	Jan.21	6 554	6 030	0	0	50 497	2 258	65 339
	Mar.21	4 454	2 430	0	0	49 907	2 812	59 603
	Jun.21	6 476	1 922	0	0	47 968	4 408	60 774
	Set.21	6 470	1 842	0	0	43 770	6 590	58 672
	Oct.21	4 383	1 902	0	0	42 283	7 489	56 057
	Nov.21	4 913	1 942	0	0	40 475	8 251	55 581
	Dic.21	5 963	3 342	0	0	38 827	8 519	56 651
	Ene.22	5 462	2 742	0	0	37 095	8 514	53 813
Feb.22	6 989	2 452	0	0	35 745	8 505	53 691	
Mar.22	5 362	1 822	0	0	34 804	8 503	50 491	

* Al 14 de marzo.

** 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.

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

Cuadro 33
PROGRAMAS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ
(En miles de millones de soles)

Programa	Dic.19	Dic.20	Ene.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22*
Repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional	0	50,7	50,5	48,0	43,8	38,8	34,8
del cual: saldo de repos para reprogramación	0	0	0	0	9,2	14,3	15,0
Repos de reprogramación de créditos	0	0,5	1,1	2,5	4,2	4,8	4,8
Repos de expansión del crédito a largo plazo	0	0	0,2	0,2	2,2	5,5	5,5
Compra de Bonos del Tesoro Público**	0	1,3	1,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Resto***	17,4	12,2	12,1	8,0	6,3	5,4	3,3
Total	17,4	64,8	65,3	60,8	58,7	56,7	50,5

* Al 14 de marzo

** A valor de adquisición.

*** Repos regulares como repos de valores y monedas.

53. Adicionalmente, se continuó con la colocación de *swaps* de tasas de interés (STI) entre 3 y 9 meses (instrumentos que fueron creados en diciembre de 2020). Los STI son instrumentos derivados denominados en moneda nacional, en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable, a cambio del compromiso de la entidad participante de pagar una tasa de interés fija. La tasa de interés variable es igual a la capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION), mientras que la tasa de interés fija es la tasa ofrecida por la entidad financiera en la subasta o la tasa de interés establecida por el BCRP en la colocación directa. Estas operaciones contribuyen al calce de plazos, en un contexto de expectativa de subida de tasas de interés, y también al desarrollo del mercado de *swaps* en soles. El saldo de STI al 14 de marzo de 2022 asciende a S/ 16 445 millones, de los cuales S/ 650 millones corresponden a STI a 3 meses, S/ 8 775 millones a 6 meses y S/ 7 020 millones a 9 meses.
54. Por el lado de la esterilización monetaria, el BCRP ha continuado realizando colocaciones de certificados a tasa variable (CDV BCRP). Este instrumento, que originalmente se creó en 2010, fue reactivado, por primera vez desde 2015, a partir del 18 de agosto de 2021, para ofrecer a las entidades financieras una cobertura contra el riesgo de aumento de tasas de interés. Al 14 de marzo el saldo de CDV BCRP se ubica en S/ 21 518 millones.
55. Desde agosto de 2021, el BCRP ha publicado tres circulares de modificación del régimen de encaje en moneda nacional, orientadas a complementar las alzas en la tasa de interés de referencia y a reforzar el control monetario. Cabe señalar que, en marzo de 2020, el BCRP redujo la tasa de encaje en soles de 5,0 a 4,0 por ciento y el requerimiento mínimo de cuenta corriente de 1,0 por ciento a 0,75 por ciento del

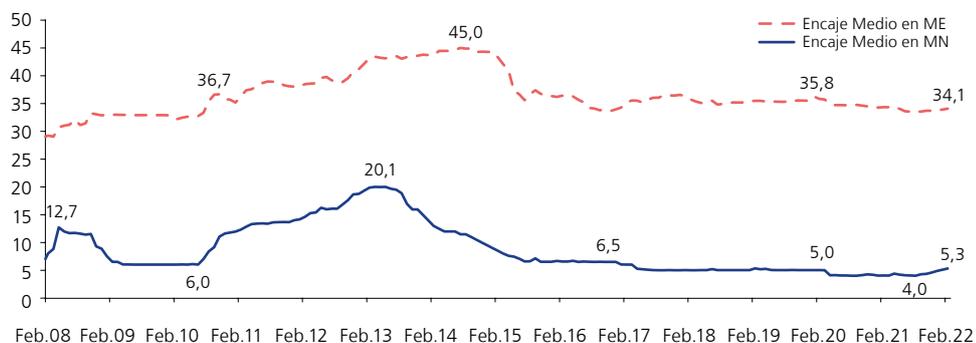




TOSE, con el objetivo de flexibilizar las condiciones financieras en soles, como parte de las medidas de política monetaria tomadas por el BCRP en respuesta a la crisis del COVID-19.

- La Circular N° 024-2021-BCRP del 31 de agosto de 2021 estableció la elevación de los requerimientos de encaje a partir del periodo de encaje de setiembre de 2021. Se dispuso que el requerimiento de encaje en moneda nacional fuera el monto mayor entre: (i) el que resulte de una tasa de encaje marginal de 25 por ciento sobre el aumento del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) con respecto a julio de 2021, y (ii) el que resulte de aplicar la tasa de encaje medio mínima de 4,0 por ciento en septiembre, 4,25 por ciento en octubre y 4,50 por ciento desde noviembre de 2021. Asimismo, desde octubre de 2021 se elevó el requerimiento mínimo de cuenta corriente de 0,75 por ciento a 1,0 por ciento del TOSE, medida que continúa vigente.
- La Circular N° 031-2021-BCRP del 26 de octubre de 2021 elevó los requerimientos de encaje en moneda nacional a partir de noviembre de 2021. Específicamente, se aprobó el aumento del encaje mínimo legal a 4,5 por ciento en noviembre de 2021, a 4,75 por ciento en diciembre de 2021 y a 5,0 por ciento desde enero de 2022. De esta manera, el requerimiento de encaje sería el máximo entre (i) aquel que resulte de aplicar la tasa de encaje del periodo base (julio de 2021) a las obligaciones sujetas a encaje hasta el nivel del periodo base, y de una tasa de encaje marginal de 25 por ciento sobre el aumento del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) con respecto al periodo base y (ii) el encaje mínimo legal correspondiente al periodo de evaluación. Adicionalmente, a partir de noviembre de 2021 rige un encaje medio máximo equivalente al 6,0 por ciento del flujo del TOSE del periodo de evaluación, el cual permite mantener una baja dispersión en las tasas medias de encaje entre entidades financieras. Este encaje medio máximo continúa vigente.
- La Circular N° 003-2022-BCRP del 20 de enero de 2022 aprobó el aumento del encaje mínimo legal a 5,25 por ciento en febrero, a 5,5 por ciento en marzo, a 5,75 por ciento en abril y a 6,0 por ciento desde mayo de este año. Para el cálculo del requerimiento de encaje se mantienen los criterios de la circular previa.

Gráfico 78
TASA DE ENCAJE EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(Porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)



Fuente: BCRP.

Cuadro 34
ELEVACIÓN DE TASAS DE ENCAJE EN SOLES
 (En porcentaje)

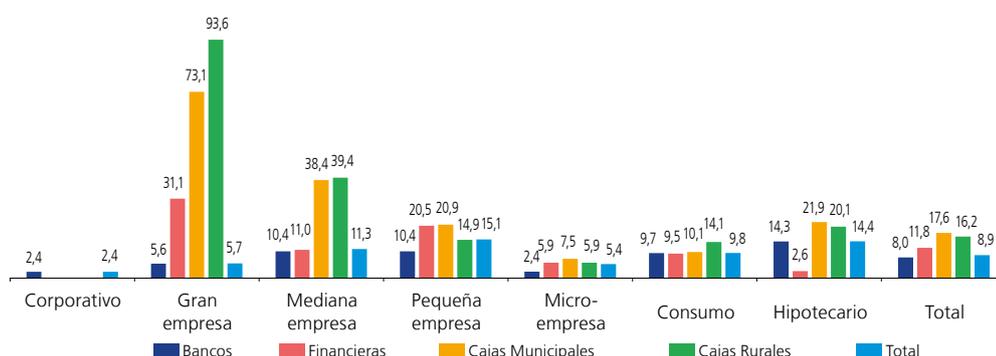
	Ago.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Ene.22	Feb.22	Mar.22	Abr.22	May.22
Tasa de encaje mínimo legal en soles	4,0%	4,0%	4,0%	4,50%	4,75%	5,0%	5,25%	5,5%	5,75%	6,0%
Tasa de encaje mínimo para el nivel de cuenta corriente en soles	0,75%	0,75%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Tasa de encaje marginal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

Fuente: BCRP.

56. El saldo de reprogramaciones de crédito de las sociedades de depósitos ha continuado disminuyendo. En efecto, el saldo total de créditos reprogramados a octubre de 2021 es inferior en S/ 105 mil millones al observado en junio de 2020 (S/ 128 mil millones, equivalente al 35,6 por ciento de la cartera), lo cual se explica por el pago de las reprogramaciones en línea con la reapertura de las actividades económicas.

Al 31 de enero de 2022 las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) mantienen un saldo de créditos reprogramados de alrededor de S/ 23 mil millones, equivalentes al 5,9 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias. Asimismo, a enero de 2022 se encuentra reprogramado el 11,1 por ciento de la cartera de pequeñas empresas, el 3,6 por ciento de la cartera de microempresas y el 5,0 por ciento de la cartera de consumo. Las entidades especializadas en microfinanzas tienen reprogramadas al menos el 8 por ciento de sus carteras.

Gráfico 79
CRÉDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS:1/ ENERO 2022
 (Porcentaje del total de créditos)



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

Operaciones Monetarias

57. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre diciembre de 2021 y febrero de 2022. Para ello, el BCRP esterilizó liquidez mediante colocación neta de CDV BCRP (S/ 7 253 millones) y de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 4 993 millones), la amortización de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 3 082 millones) y de Repos de Cartera (S/ 13 millones), y el vencimiento neto de Repos de Monedas (S/ 890 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por el vencimiento neto de CD BCRP





(S/ 8 224 millones) y de CDR BCRP (S/ 155 millones), y la colocación neta de Repos de Valores (S/ 1 026 millones).

Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 54 573 millones en diciembre de 2021 a S/ 51 614 millones a fines de febrero de 2022, mientras que el saldo de CD BCRP, CDV BCRP y CDR BCRP pasó de S/ 28 361 millones en diciembre de 2021 a S/ 27 236 millones en febrero de 2022.

Cuadro 35
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.20	Dic.21	Feb.22	Dic.20	Dic.21	Feb.22
Esterilización Monetaria						
1. CD BCRP	41 067	14 347	6 123	0,74	0,84	2,53
2. CDR BCRP	6 392	1 350	1 195	0,18	0,57	0,43
3. CDV BCRP	-	12 664	19 918	-	-	-
4. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	43 714	15 110	20 103	0,23	2,35	3,27
Inyección Monetaria						
5. Repos de Monedas	5 970	3 342	2 452	2,80	2,29	2,39
6. Repos de Valores	6 309	5 963	6 989	1,09	1,81	2,24
7. Repos de Cartera	464	6 441	6 427	0,50	1,26	1,27
8. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	50 729	38 827	35 745	0,50	0,50	0,50
9. Subastas de fondos del Tesoro Público	200	4 632	4 632	3,18	2,37	3,05
Memo						
Repos de Reprogramación de Cartera con Garantía Estatal	-	14 230	14 939	0,50	0,50	0,50
Repos de Reprogramación de Créditos	497	4 803	4 789	0,50	0,71	0,72
- Repos de Valores	34	657	656	0,50	0,76	0,76
- Repos de Cartera	463	4 146	4 132	0,50	0,71	0,71
Repos de Expansión de Crédito de Largo Plazo	-	5 540	5 540	-	2,11	2,11
- Repos de Valores	-	3 045	3 045	-	2,00	2,00
- Repos de Cartera	-	2 295	2 295	-	2,26	2,26
- Repos de Moneda	-	200	200	-	2,00	2,00
Swap de Tasa de Interés	-	37 777	18 645	-	0,45	1,95
Swap Cambiario Venta (Tasa Fija)	-	19 391	23 731	-	0,53	1,14
Swap Cambiario Venta (Tasa Variable)	8 135	18 386	17 363	0,20	0,36	0,07

* Se considera el monto desembolsado del instrumento a la fecha 28 de Febrero del 2022. Las tasas corresponden a las operaciones de reporte con las ESF, y los créditos ligados a estas tuvieron una tasa de 1,40 por ciento.
1/ No considera las Repo de Valores para proveer moneda extranjera.

Gráfico 80
SALDO DE OPERACIONES REPO, CD BCRP Y CDV BCRP
(En millones de soles)

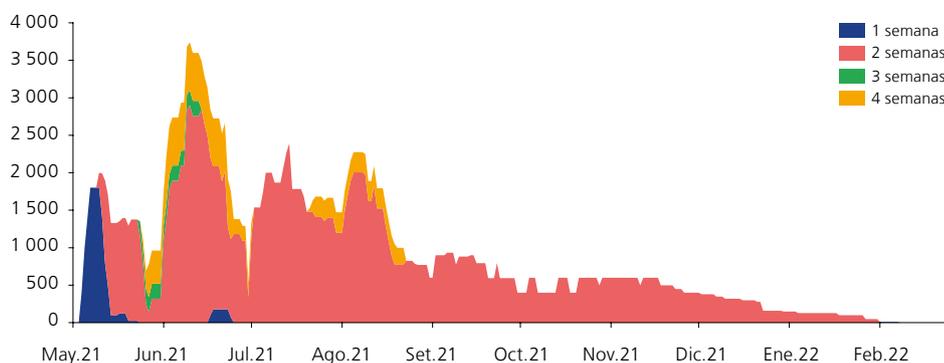


Fuente: BCRP.

Como medida adicional para atender los requerimientos de liquidez en dólares, en mayo de 2021 el BCRP reactivó las operaciones de reporte de valores a cambio de moneda extranjera,

las cuales había realizado previamente en diciembre de 2020. Paulatinamente el plazo de estas operaciones se fue elevando de 1 a 4 semanas. El saldo de estas operaciones se ha venido reduciendo gradualmente en los últimos meses y al 28 de febrero de 2022 el saldo es nulo.

Gráfico 81
SALDO DE REPOS DE VALORES - MONEDA EXTRANJERA*
 (En millones de dólares)



* Al 28 de Febrero.
 Fuente: BCRP.

Al 28 de febrero de 2022 el saldo de las operaciones de reporte representó el 15,1 por ciento de los activos netos del BCRP de 14,8 por ciento en diciembre de 2021. Por el lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del sector público aumentaron su participación de 26,0 por ciento en diciembre de 2021 a 26,5 por ciento en febrero de 2022. Por su parte, los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 11,8 por ciento en diciembre de 2021 a 13,8 por ciento en febrero 2022. Además, el circulante aumentó su participación de 22,6 por ciento en diciembre de 2021 a 23,1 por ciento en febrero de 2022.

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

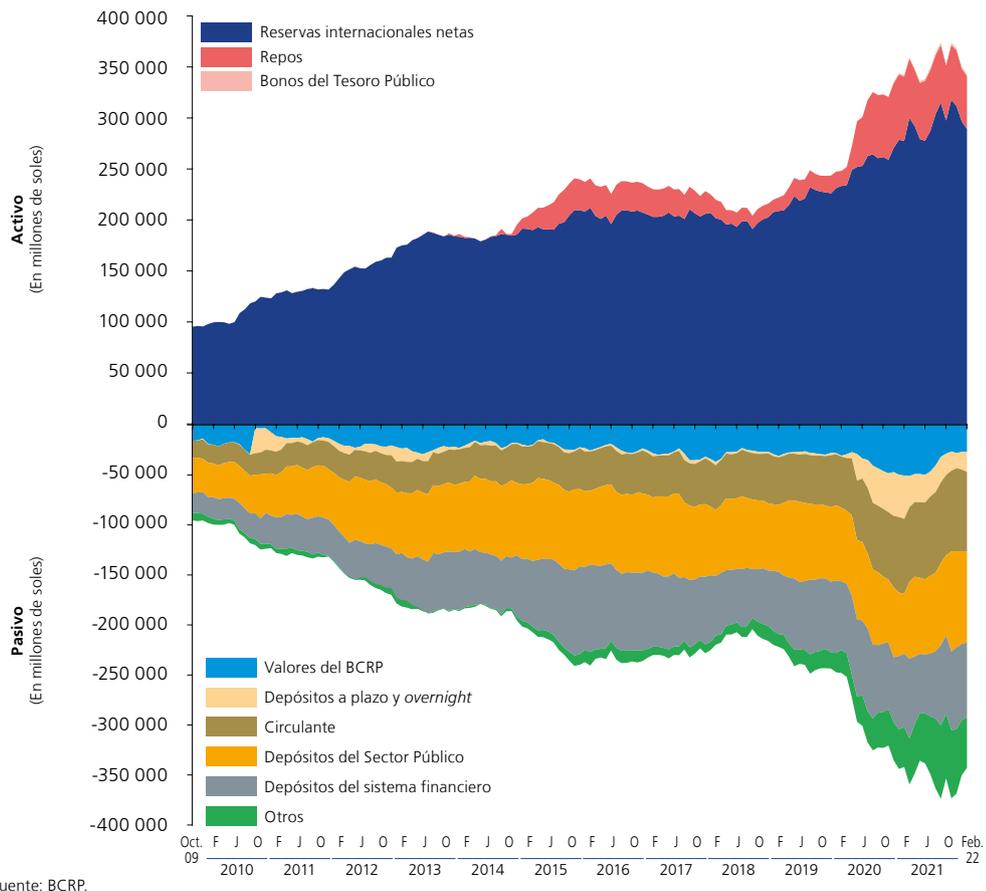
	Dic.20	Dic.21	28 Feb.22
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	80,7%	84,6%	84,3%
	(US\$74 706 mills.)	(US\$78 495 mills.)	(US\$76 851 mills.)
Repos	18,9%	14,8%	15,1%
Bonos soberanos	0,4%	0,6%	0,6%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	20,7%	26,0%	26,5%
En moneda nacional	17,4%	23,9%	24,6%
En moneda extranjera	3,3%	2,1%	1,9%
2. Depósitos totales del sistema financiero	19,3%	22,2%	21,8%
En moneda nacional	4,3%	3,9%	4,2%
En moneda extranjera	15,0%	18,4%	17,6%
3. Instrumentos del BCRP	27,2%	11,8%	13,8%
CD BCRP	12,3%	3,9%	1,8%
CDV BCRP	0,0%	3,4%	5,8%
CDR BCRP	1,9%	0,4%	0,3%
Depósitos a Plazo	10,6%	3,2%	5,2%
Depósitos <i>overnight</i>	2,4%	0,9%	0,7%
4. Circulante	21,4%	22,6%	23,1%
5. Otros*	11,4%	17,4%	14,7%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.
 Fuente: BCRP.



El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, al 28 de febrero de 2022 los activos del BCRP ascienden a S/ 342 652 millones, equivalente a 39,3 por ciento del PBI, similar al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del BCRP.

Gráfico 82
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2009-2021



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

Tras la culminación del programa, el plazo residual de estas operaciones empezó a reducirse paulatinamente hasta mediados de 2021, momento a partir del cual comenzó a aumentar nuevamente por las mayores colocaciones de repos de valores y cartera a plazos largos (entre 1 y 4 años), las que estuvieron asociadas a las operaciones condicionadas a la expansión del crédito de largo plazo y las reprogramaciones de Reactiva Perú. El plazo residual de estas operaciones aumentó hasta un máximo de 750

días en noviembre de 2021, fecha a partir de la cual se ha venido reduciendo hasta 661 días en febrero de 2022.

Asimismo, el BCRP ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos, con lo cual el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero de 2020 a 28 días en febrero de 2022.

Gráfico 83
PLAZO RESIDUAL DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En días)



Fuente: BCRP.

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



Fuente: BCRP.

Mercados financieros

58. Las tasas de interés en soles del mercado de dinero continuaron aumentando en el primer trimestre de 2022, influenciadas por los tres últimos incrementos de la tasa de interés de política monetaria por parte del BCRP, y con los nuevos aumentos de la tasa de encaje mínimo legal en enero de 2022 que busca apoyar los mecanismos de esterilización monetaria y fortalecer los niveles de liquidez de las empresas bancarias. La tasa de interés interbancaria *overnight* se mantuvo en su nivel de referencia (3,0 por ciento en enero, 3,50 por ciento en febrero y 4,0 por ciento en marzo). En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses, estas





aumentaron en promedio 128 y 127 puntos básicos, respectivamente, entre diciembre de 2021 y marzo de 2022.

Asimismo, la mayoría de segmentos de crédito presenta mayores tasas de interés entre diciembre de 2021 y marzo de 2022. Las tasas de interés de los segmentos microempresas y medianas empresas cuyos costos de crédito están más relacionados con el riesgo crediticio presentan los mayores incrementos en sus tasas de interés (282 y 185 puntos básicos, respectivamente). Desde el inicio del periodo de aumentos consecutivos (en agosto 2021), las tasas preferenciales corporativas activas y pasivas a 3 meses han aumentado por el traspaso de la tasa de referencia.

Similarmente, las tasas de interés pasivas también han incorporado el impacto del aumento gradual en la tasa de interés de referencia pero a un ritmo menor respecto a las tasas activas. En el caso de las tasas preferenciales, entre los plazos *overnight* y doce meses aumentaron en promedio 152 puntos básicos. En el caso de las tasas de interés de los depósitos a plazo de las empresas, éstas han subido en promedio 145 puntos básicos, en especial al plazo de 6 a 12 meses (173 puntos básicos). Para las personas, las tasas pagadas a sus depósitos aumentaron en promedio 74 puntos básicos a plazos entre 1 y 12 meses. En el caso de la tasa promedio de los depósitos CTS, esta subió entre diciembre de 2021 y marzo de 2022 de 2,29 a 3,07 por ciento, asociado a la competencia entre las empresas bancarias para captar este tipo de depósitos.

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

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	0,1	0,4	0,9	2,6	4,2	3,2
TIPMN	2,3	1,0	0,9	0,8	0,8	1,1	1,5	2,2
FTIPMN	1,5	0,1	0,1	0,2	0,3	1,0	1,9	2,0
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	0,0	0,2	0,4	1,9	3,2	2,9
Personas	1,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,7	1,3	2,3
Empresas	2,3	0,0	0,0	0,2	0,4	1,9	3,2	3,0
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	0,2	0,4	0,7	2,2	3,4	3,2
Personas	1,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,8	1,6	1,7
Empresas	2,8	0,2	0,2	0,4	0,8	2,2	3,5	3,3
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	0,3	0,5	1,0	2,4	3,8	3,3
Personas	2,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	2,0	2,3
Empresas	3,1	0,3	0,2	0,5	1,0	2,6	4,0	3,5
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	0,7	0,8	1,6	2,9	4,3	3,6
Personas	3,3	1,3	1,3	1,4	1,4	2,9	3,4	3,5
Empresas	3,3	0,4	0,5	0,6	1,6	2,9	4,6	3,7
CTS	2,2	1,9	2,5	2,4	2,9	2,3	3,1	3,1
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	0,5	0,9	1,5	3,1	4,7	4,0
TAMN	14,4	12,1	11,2	10,7	10,5	11,2	11,5	15,8
FTMAN	18,2	17,6	18,0	14,7	16,7	20,9	22,7	20,1
Corporativos	3,8	2,5	2,2	1,4	2,1	3,2	4,7	4,9
Grandes Empresas	6,0	4,6	3,9	3,7	4,2	5,7	6,5	6,5
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,0	7,3	7,9	8,8	10,6	9,7
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	18,2	17,6	18,1	19,3	20,2	20,0
Microempresas	31,3	30,1	32,8	32,4	31,6	32,3	35,2	32,2
Consumo	40,9	39,5	38,6	38,7	38,8	41,8	41,8	41,4
Hipotecario	7,0	6,4	5,9	5,9	6,4	6,9	7,1	8,3

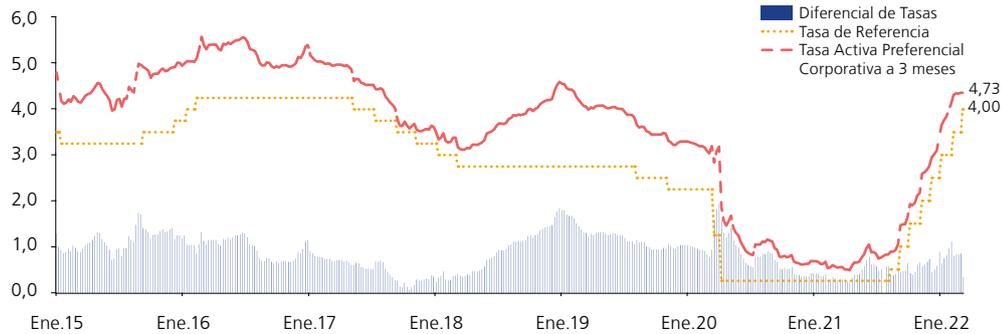
1/ Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.

2/ Promedios desde Setiembre 2010. Corresponde a empresas bancarias.

Al 14 de marzo.

Fuente: BCRP y SBS.

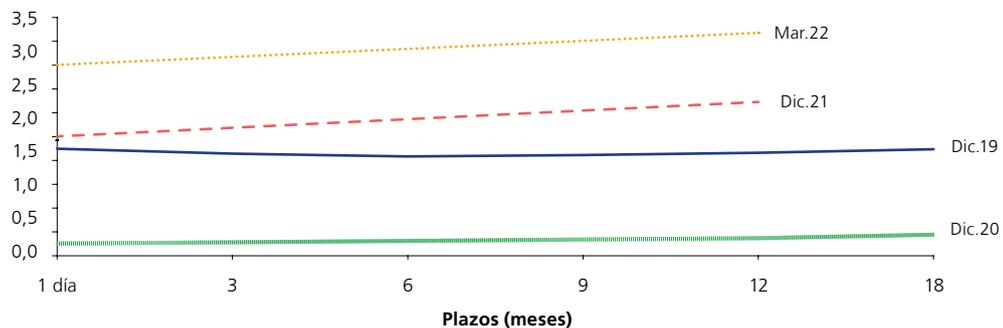
Gráfico 85
**TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS
 Y TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCRP**
 (En porcentaje)



Al 16 de marzo.
 Fuente: BCRP y SBS.

59. La curva de rendimiento de los valores del BCRP aumentó en promedio 153 puntos básicos entre diciembre de 2021 y marzo de 2022, en línea con el incremento de 150 puntos básicos en la tasa de interés de referencia durante el primer trimestre; y por la expectativa de futuros incrementos. En este horizonte, las tasas subieron en 160, 155, 150 y 145 puntos básicos al plazo de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente.

Gráfico 86
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL ^{1/}
 (En porcentaje)

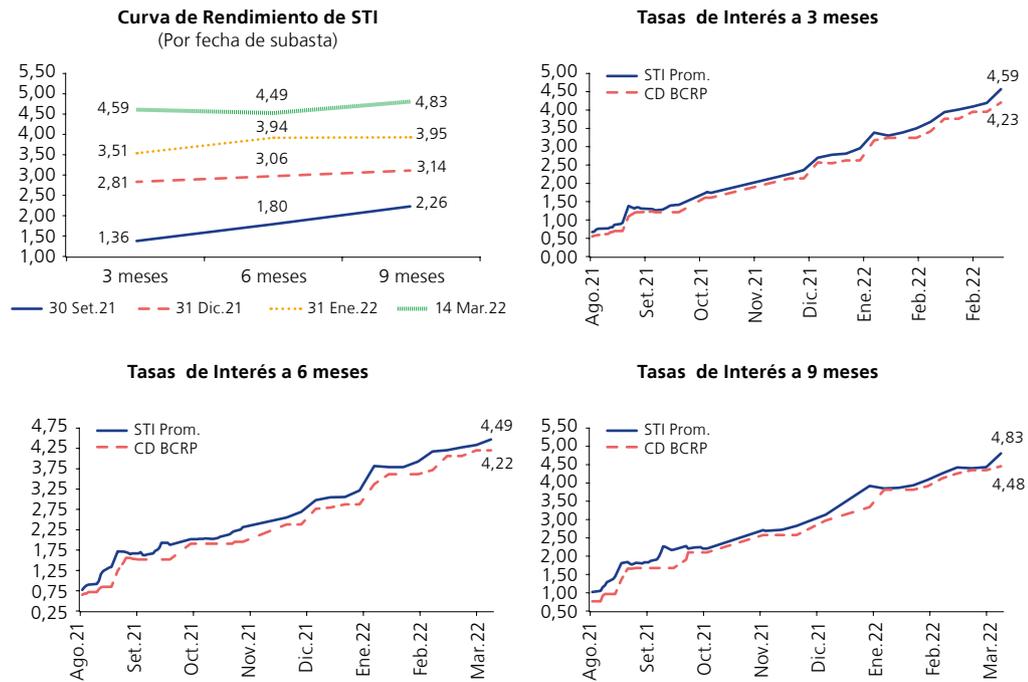


^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
 Al 14 de marzo.
 Fuente: BCRP.

Entre el 23 de agosto de 2021 y 14 de marzo de 2022, las tasas fijas de las subastas de *Swaps* de Tasas de Interés (STI) han aumentado a los plazos de 3, 6 y 9 meses en 394, 374 y 383 puntos básicos, respectivamente, en línea con la expectativa del mercado de nuevos incrementos en la tasa de interés de referencia. El saldo de STI al 14 de marzo asciende a S/ 16 445 millones y en marzo vencen S/ 7 100 millones, aproximadamente el 43 por ciento del saldo actual.



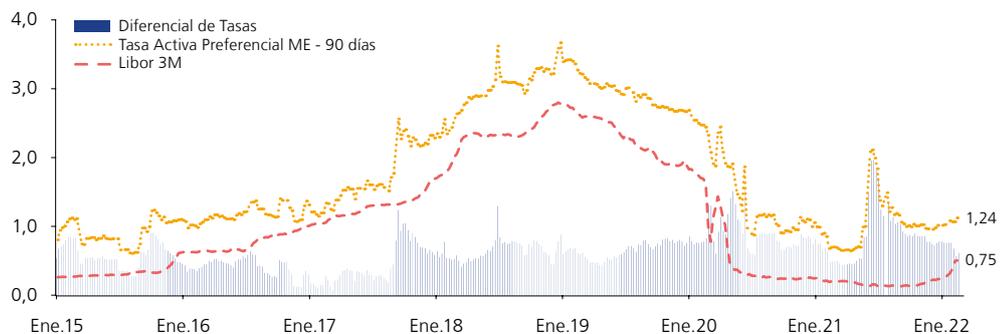
Gráfico 87
TASAS DE SWAPS DE TASAS DE INTERÉS ^{1/}
 (En porcentaje)



^{1/} Tasa promedio de las subastas de STI.
 Al 14 de marzo.
 Fuente: BCRP.

60. En el caso del mercado monetario en dólares, las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables en el primer trimestre de 2022. Por un lado, la tasa de interés interbancaria *overnight* permaneció en 0,25 por ciento, mientras que las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y 6 meses subieron en promedio 26 y 17 puntos básicos, respectivamente. El *spread* entre la tasa activa preferencial a 3 meses y la tasa Libor disminuyó de 78 puntos básicos en diciembre de 2021 a 29 puntos básicos en marzo de 2022. De otro lado, el *spread* entre la tasa de interés pasiva y la tasa Libor a 3 meses bajó de 12 a -45 puntos básicos en el primer trimestre.

Gráfico 88
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA LIBOR A 3 MESES
 (En porcentaje)



Al 16 de marzo.
 Fuente: BCRP.

En el caso de las tasas de interés remuneradas a las empresas y personas por los depósitos a plazos, estas han subido en promedio 4 puntos básicos en cada caso, a plazos entre 1 y 12 meses.

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

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	0,5	0,9
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,5
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,6
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,7
Personas	1,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6
Empresas	1,4	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,7
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,9
Personas	1,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6
Empresas	1,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	1,0
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	0,9
Personas	1,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,7
Empresas	1,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	1,0
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	1,0
Personas	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	1,0
Empresas	1,8	0,3	0,3	0,5	0,9	0,7	0,9	1,1
CTS	1,3	1,0	1,2	1,2	1,2	0,9	1,1	1,5
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	0,6	2,0	1,0	1,0	1,2	1,9
TAMEX	7,6	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	7,0	7,6
FTAMEX	7,1	6,3	6,0	5,7	7,8	7,6	7,9	7,4
Corporativos	3,2	2,0	1,8	1,6	2,1	2,1	2,0	2,9
Grandes Empresas	5,5	4,5	4,3	4,3	5,0	4,3	4,2	5,3
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	5,9	6,1	5,9	6,6	7,7
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	7,1	9,7	9,4	10,3	9,2	11,4
Microempresa	11,0	8,5	4,4	17,6	12,2	7,4	14,2	16,3
Consumo	36,1	35,1	34,7	31,7	34,2	33,4	34,6	30,1
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	5,2	5,6	5,0	5,0	6,8

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

2/ Promedios desde Setiembre 2010.

Al 14 de marzo.

Fuente: BCRP y SBS.

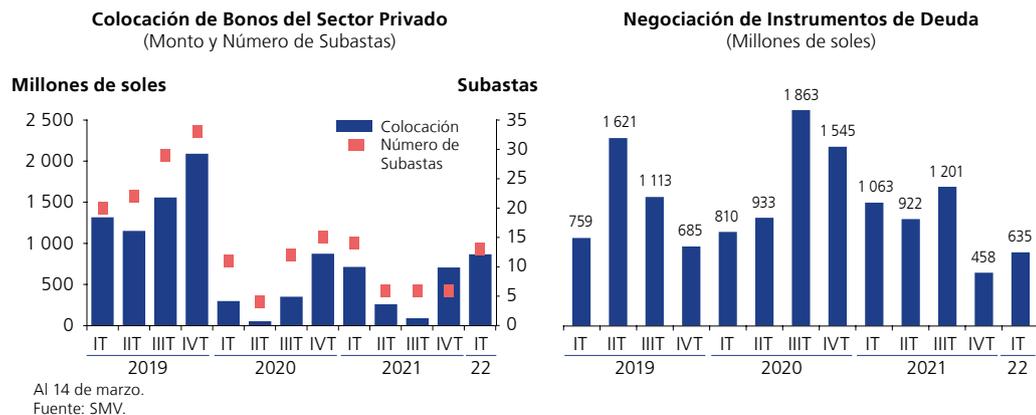
Mercado de renta fija

61. En el primer trimestre de 2022 las empresas peruanas solamente accedieron a financiamiento en el mercado de capitales local. En total se colocaron por oferta pública S/ 866 millones en trece subastas, monto por encima a los cuatro trimestres de 2021 y del promedio trimestral desde 2019 (S/ 794 millones). En los próximos meses se esperaría un mayor dinamismo en el mercado de capitales local y externo en anticipación del incremento en el costo del financiamiento por las políticas monetarias más restrictivas a nivel global.

La negociación de valores de deuda en el mercado secundario en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en el primer trimestre de 2022, al 14 marzo de 2022 ascendió a S/ 635 millones, por debajo al promedio trimestral transado en 2021 (S/ 911 millones) y en 2020 (S/ 1 288 millones).



Gráfico 89
MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



En el caso de las colocaciones internacionales por entidades no residentes en soles, en el primer trimestre, al 14 de marzo, se emitieron S/ 669 millones, por encima al total del cuarto trimestre de 2021 (S/ 390 millones). Las colocaciones se realizaron a plazos entre 3 y 20 años por siete emisores externos. En términos anuales, el total emitido en 2021 (S/ 1 606 millones) es menor al nivel máximo histórico de 2020 (S/ 1 801 millones).

El valor de la cartera administrada de los inversionistas institucionales disminuyó en el primer trimestre de 2022, en un entorno de mayor aversión hacia activos emergentes. En el caso de las AFP, la cartera de inversiones disminuyó de S/ 133 310 millones a S/ 131 073 millones entre el 31 de diciembre de 2021 y el 9 de marzo de 2022, asociado al desempeño negativo en los valores locales y externos. La reducción anual en el valor de la cartera de inversiones en 2021 (19,1 por ciento) es la mayor desde la creación de las AFP, la cual se explica por los menores aportes de los afiliados, liquidación de valores locales y externos, y la desvalorización de los activos que comprenden la cartera de inversiones.

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

En el caso de los fondos mutuos, el patrimonio administrado y número de partícipes continúa descendiendo. Así, entre diciembre de 2021 y febrero de 2022 el patrimonio ha descendido en 5,8 por ciento y el número de participantes en 2,0 por ciento. Los inversionistas mantienen su preferencia por fondos de deuda en un entorno de alta volatilidad en el mercado externo por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. Por otro lado, la cartera de inversiones de las empresas de seguros

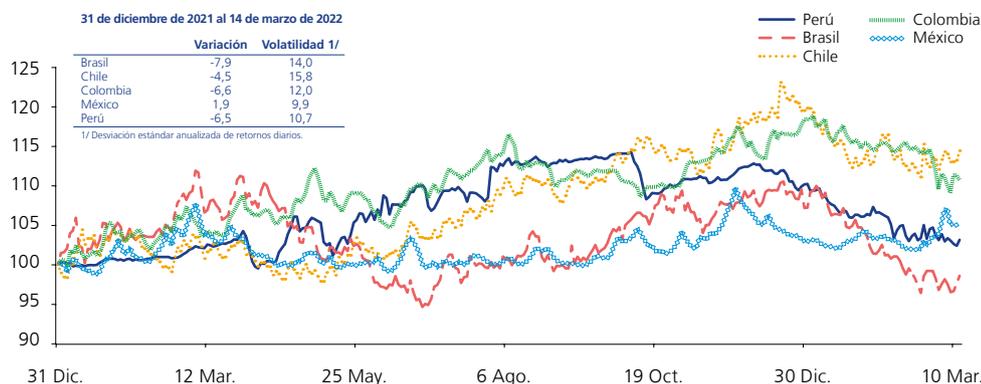
aumentó de S/ 53 762 millones a S/ 54 920 millones entre setiembre y diciembre de 2021.

Mercado cambiario

62. En el primer trimestre de 2022 el tipo de cambio peruano presenta una tendencia a la baja y una alta volatilidad que se asocia tanto a factores globales como locales. La reducción en el nivel del tipo de cambio se inició el 7 de diciembre de 2021 y se reflejó en la dinámica de los flujos cambiarios del mercado local. En enero, el tipo de cambio se apreció en 3,6 por ciento, en un entorno más favorable localmente por la menor demanda de dólares pero con un entorno externo de mayor aversión al riesgo por las preocupaciones en la inflación a nivel global, previsión de cambios en el programa de compra de activos de la Fed, y ruido político por el conflicto entre Rusia y Ucrania. En febrero, el tipo de cambio fue presionado al alza a inicios de mes por mayor riesgo político local. De otro lado, en la última semana de febrero se acentuó la aversión al riesgo hacia activos emergentes por el escalamiento en las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, el día 24 de febrero el sol se depreció en 1,60 por ciento (mayor incremento diario desde el 30 de julio de 2021). En marzo, el sol se apreció en 0,8 por ciento al disminuir de S/ 3,782 por dólar el 28 de febrero a S/ 3,733 por dólar el 14 de marzo.

En el caso de las monedas latinoamericanas, estas presentan entre fines de diciembre de 2021 y marzo de 2022 comportamientos mixtos por la evolución de las principales materias primas que sus economías exportan y por un riesgo político local diferenciado. Por un lado, Brasil, Chile, Colombia y Perú presentan apreciaciones, mientras que México presenta una ligera depreciación. Asimismo, la volatilidad en la región ha aumentado en la mayoría de países, a excepción de Brasil y México, con ello se observa que, si bien la volatilidad cambiaria en la región está altamente sincronizada, los factores idiosincráticos también explican las variaciones del tipo de cambio.

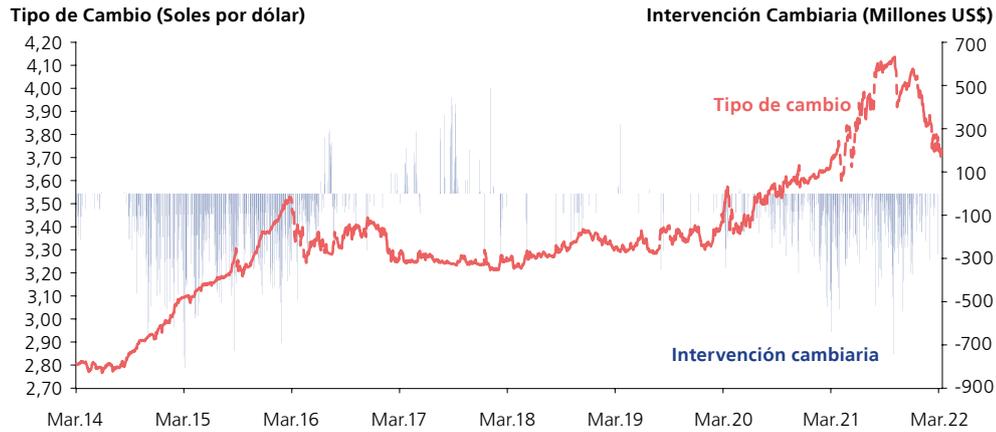
Gráfico 90
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO ^{1/}
(31 Dic.20 = 100)



^{1/} Un aumento de índice indica la depreciación de la moneda.
Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP y Reuters.



Gráfico 91

TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/


1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios.
Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.

En un contexto de alta volatilidad local y externa, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de la subasta de *swaps* cambiarios venta, la colocación de Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y ventas en la mesa de negociación, con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio del sol. Así, entre enero y marzo se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 4 740 millones (US\$ 1 229 millones) a plazos entre 3 y 12 meses, y vencieron S/ 1 423 millones (US\$ 355 millones). Con ello, el saldo de *swaps* cambiarios venta al 14 de marzo se ubicó en S/ 41 094 millones (US\$ 10 436 millones), alcanzando un nuevo nivel máximo histórico desde el 28 de febrero (S/ 41 094 millones). En el caso de los CDR BCRP, se colocaron S/ 1 195 millones (US\$ 310 millones) a plazos entre 2 y 3 meses y vencieron S/ 1 350 millones (US\$ 340 millones), con lo que el saldo al 14 de marzo se ubicó en S/ 1 195 millones (US\$ 310 millones). Adicionalmente, el BCRP vendió a través de la mesa de negociación US\$ 277 millones. El porcentaje de días en los que se lleva a cabo acciones de intervención cambiaria en 2022 se encuentra por debajo de 2021.

Cuadro 39

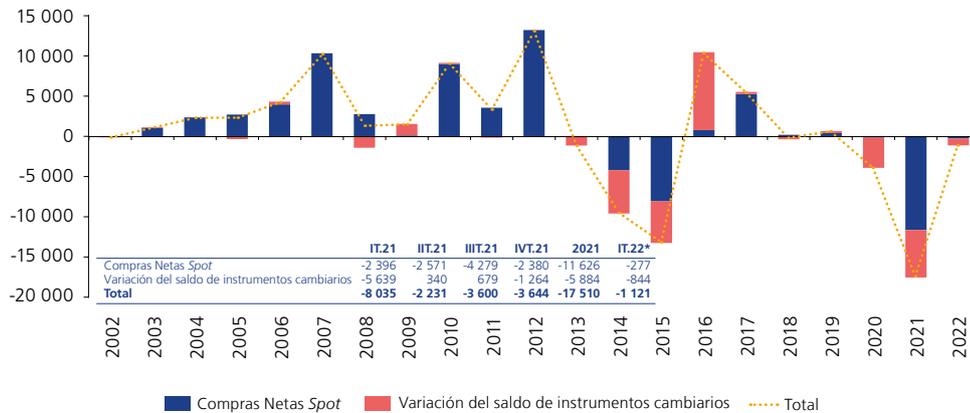
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

Días de negociación	Número de días de intervención					Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)	
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			
				Spot	Instrumentos	Total	
2015	248	98	203	40%	82%	83%	3,9%
2016	250	50	119	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	26	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	2%	11%	12%	3,4%
2019	249	4	6	2%	2%	4%	4,4%
2020	254	13	97	5%	38%	39%	7,4%
2021	251	141	183	56%	73%	82%	9,4%
2022 1/	51	6	13	12%	25%	27%	10,7%

1/ Al 14 de marzo.

En lo que va de 2022, al 14 de marzo, el BCRP ha ofertado US\$ 1,1 mil millones en el mercado cambiario mediante ventas en el mercado *spot* (US\$ 0,3 mil millones) y colocación neta de derivados cambiarios y CDR BCRP (US\$ 0,8 mil millones).

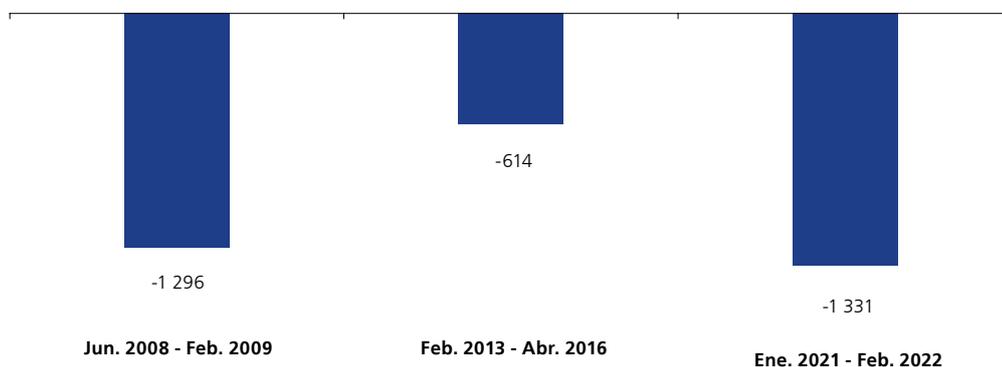
Gráfico 92
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)



*Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.

Asimismo, la intervención cambiaria promedio mensual en el episodio actual de volatilidad en el mercado cambiario (de enero de 2021 a febrero de 2022), asciende a US\$ 1 331 millones, superior al periodo de la crisis financiera global (US\$ 1 296 millones) y al existente entre febrero de 2013 y abril de 2016 (US\$ 614 millones).

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

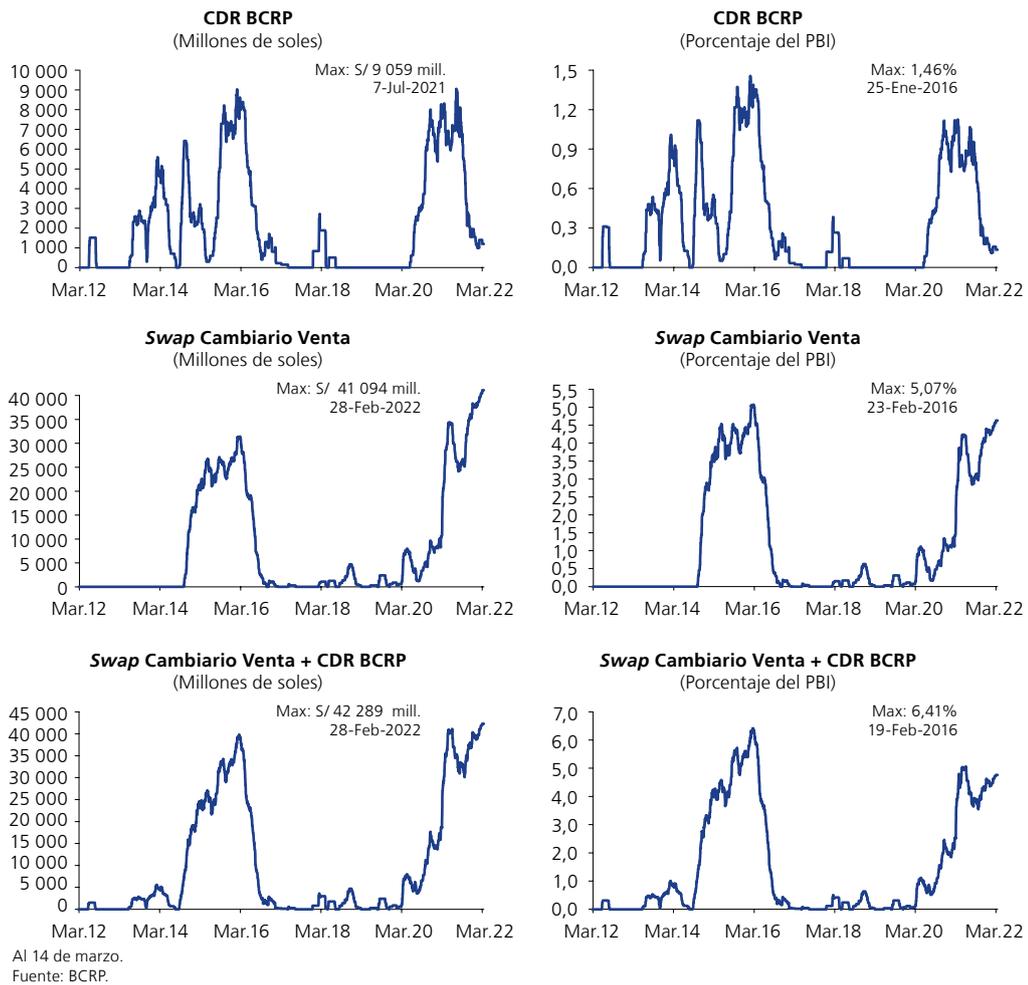


Se consideran las colocaciones netas de instrumentos y compras/ventas spot en la mesa de negociación.
Datos al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.



El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y de CDR BCRP al 14 de marzo alcanzó el nivel de S/ 42,3 mil millones (4,8 por ciento del PBI), nuevo máximo histórico. El incremento en los plazos promedio de los instrumentos está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor. Así, en el caso de los *swaps* cambiarios venta, el plazo promedio ha subido de 62 a 289 días entre diciembre de 2019 y marzo de 2022.

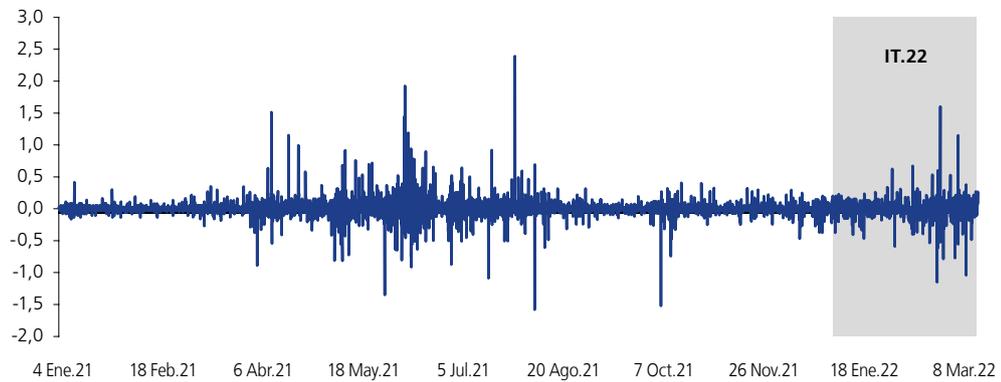
Gráfico 94
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS



El sol presenta en el primer trimestre de 2022 un nivel de volatilidad superior al del cuarto trimestre de 2021; la variación porcentual diaria anualizada del tipo de cambio en enero fue de 6,1 por ciento; en febrero de 14,7 (más alta desde junio de 2021: 16,3 por ciento) y en marzo de 10,0 por ciento. Considerando la evolución del tipo de cambio de cada 10 minutos entre las 9:30 a.m. y la 1:30 p.m., la variación intradiaria ha fluctuado entre una depreciación de 1,60 por ciento (24 de febrero de 2021) hasta una apreciación de 1,15 por ciento (23 de febrero de 2022). Como se muestra en el gráfico siguiente, la variación intradiaria presenta una mayor persistencia y sensibilidad a nueva información

desde febrero de 2022, respecto a lo que se observaba en el cuarto trimestre de 2021 y en enero de 2022.

Gráfico 95
VARIACIÓN INTRADIARIA DEL TIPO DE CAMBIO ^{1/}

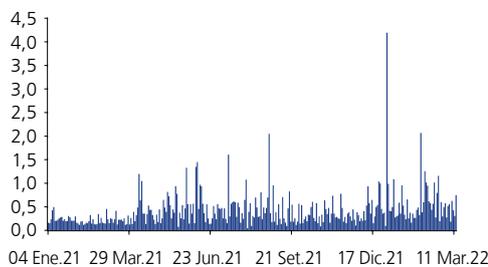


^{1/} Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 9:00 a.m. y 1:30 p.m. Una variación positiva indica depreciación del sol. Al 14 de marzo. Fuente: Reuters.

La mayor volatilidad en el primer trimestre de 2022 también se reflejó en los *spread* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio. Como se observa el incremento ocurre en la primera semana de enero y febrero, y hasta el último dato disponible no regresa a los niveles previos a la primera vuelta presidencial en 2021, aunque se observa una reducción. La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* se ha mantenido relativamente estable entre enero y noviembre de 2021 con un promedio diario de US\$ 413 millones; mientras que desde diciembre de 2021 los montos transados han descendido; y en el primer trimestre de 2022 se ha negociado en promedio US\$ 316 millones, por debajo del promedio en 2021 (US\$ 402 millones), asociado a la menor demanda de dólares del sector corporativo.

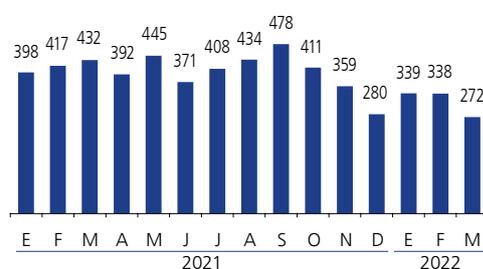
Gráfico 96
SPREAD Y NEGOCIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Spread Bid-Ask del Tipo de Cambio
(En puntos básicos)



Al 14 de marzo. Fuente: Reuters y BCRP.

Monto Negociado en Mercado Spot Interbancario
(En millones)



Comparativamente, en febrero de 2022 la volatilidad histórica del tipo de cambio peruano en periodos móviles de 30 días fue una de las más altas en la región. Similarmente, con tres definiciones alternativas de volatilidad de tipo de cambio para datos diarios en los últimos meses (histórico, implícita y en base a un modelo de volatilidad de tipo GARCH) se observa una reducción de la variabilidad del sol en enero y un aumento en febrero y marzo, asociado a la alta volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Gráfico 97
VOLATILIDAD HISTÓRICA ANUALIZADA UN MES



Desviación estándar anualizada en los últimos 30 días.
Al 14 de marzo.
Fuente: Reuters.

Cuadro 40
VOLATILIDAD LATAM

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

1/ Desviación estándar anualizada de los retornos diarios.

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

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

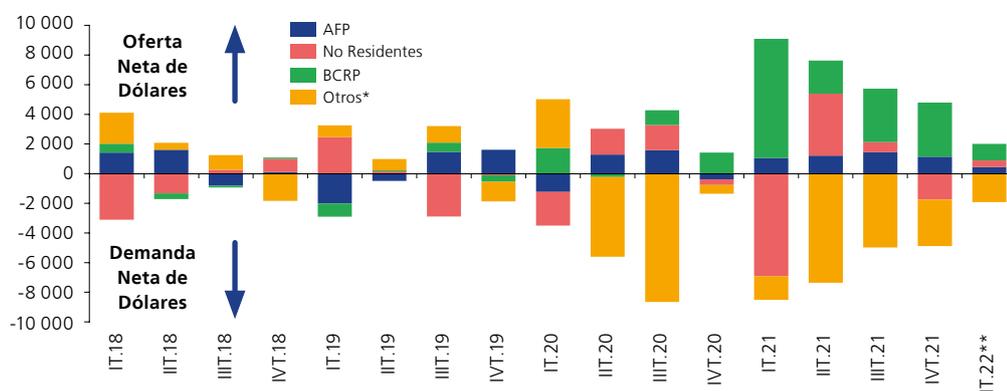
Al 14 de marzo.

Fuente: BCRP y Reuters.

La intervención del BCRP en el mercado cambiario ha buscado compensar la alta demanda de dólares en el mercado local, en particular en 2021, la cual se ha reducido significativamente desde diciembre de 2021. Al 13 de marzo de 2022, el mercado

cambiario presentó una demanda neta de US\$ 1 233 millones proveniente principalmente de participantes del sector no financiero, como minoristas y el sector corporativo. De otro lado, las empresas mineras, las AFP e inversionistas no residentes son los principales ofertantes de dólares en el primer trimestre de 2022. En el caso de las empresas bancarias, el saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) compras con inversionistas no residentes ha aumentado en el primer trimestre de 2022 en US\$ 1 395 millones, mientras que el saldo de ventas netas ha subido en US\$ 298 millones, menor a lo que se observó en 2021 (incremento de US\$ 2 448 millones entre diciembre 2020 y diciembre 2021) lo cual refleja la menor demanda de dólares de los inversionistas no residentes.

Gráfico 98
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO (SPOT Y DERIVADOS)
 (En millones de dólares)



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

En el primer trimestre de 2022, los inversionistas no residentes han demandado dólares en los mercados *spot* (US\$ 655 millones) un monto por encima del cuarto trimestre de 2021 (US\$ 581 millones); y han comprado en neto Bonos del Tesoro Público (BTP) por US\$ 1 045 millones. De otro lado, ofertaron dólares en el mercado de derivados por US\$ 1 088 millones.

Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) presentan desde enero de 2022 un cambio en su posición desde ofertante a demandante neto de dólares. Por un lado, entre noviembre de 2020 y diciembre de 2021 las AFP fueron exclusivamente ofertantes netos (US\$ 503 millones) que se asocia a los retiros extraordinarios de las AFP que originaron la liquidación de las inversiones en el exterior²¹. De otro lado, al 13 de marzo las AFP han demandado en neto US\$ 394 millones. Entre enero y marzo las AFP compraron y vendieron valores externos por US\$ 9 446 millones y US\$ 9 224 millones, respectivamente; las compras netas de US\$ 152 millones son las más altas desde el primer trimestre de 2020 (US\$ 499 millones). En el caso del mercado de derivados, las AFP presentaron una oferta neta de dólares de US\$ 845 millones, ligeramente por encima a la registrada en el cuarto trimestre de 2021 (US\$ 816 millones).

En el caso del sector corporativo y minoristas, estos han demandado dólares en neto en el primer trimestre de 2022 por US\$ 3 378 y US\$ 1 107 millones, respectivamente,

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



flujos menores a los registrados en 2021 (promedio trimestral de US\$ 5 359 y US\$ 1 603 millones, respectivamente) en el que se observaba un incremento en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios.

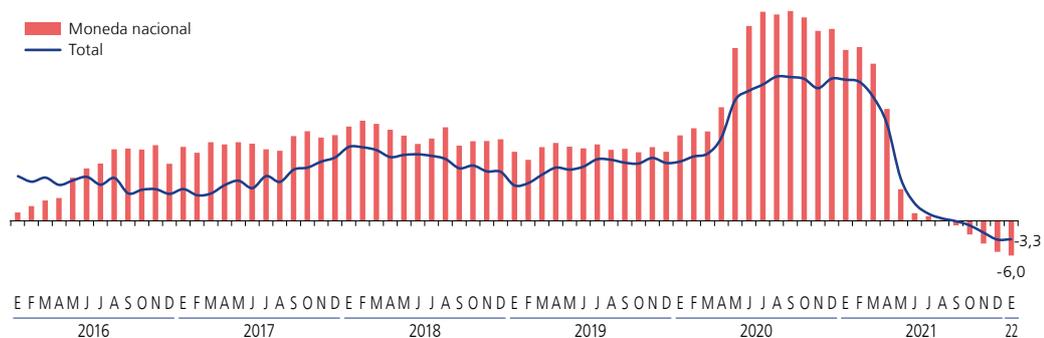
Por su parte, la oferta neta de dólares de las empresas mineras se ubica en US\$ 2 252 millones, por debajo del promedio trimestral de 2021 (US\$ 2 658 millones) y superior al 2020 (US\$ 1 504 millones).

En este contexto de alta demanda de dólares en el mercado cambiario, el BCRP ha ofertado dólares a las empresas bancarias mediante ventas en el mercado y colocación de CDR BCRP y *swaps* cambiarios venta (US\$ 1 121 millones en neto) entre enero y marzo de 2022. El BCRP cuenta con un adecuado nivel de reservas internacionales, sumado a la alta credibilidad adquirida en los últimos años y el acceso a líneas de crédito como la Línea de Crédito Flexible (FCL, por sus siglas en inglés) del FMI a la que solo acceden países con fundamentos macroeconómicos muy sólidos. La mayor intervención cambiaria realizada por el BCRP para ofertar dólares en los mercados *spot*, y principalmente en los de derivados, ha contribuido a atenuar las presiones extraordinarias al alza del tipo de cambio.

Liquidez

63. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue -3,3 por ciento en enero de 2022. Por monedas, los depósitos en soles se redujeron en 6,0 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 2,6 por ciento en los últimos 12 meses en enero. El crecimiento negativo de los depósitos en moneda nacional se aceleró desde el último trimestre de 2021, debido al efecto estadístico por las altas tasas de crecimiento en 2020 y a la incertidumbre local.

Gráfico 99
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)

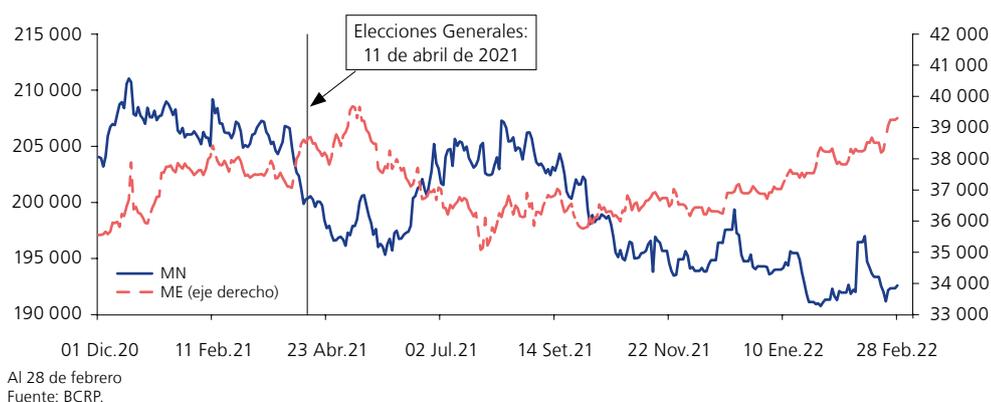


Fuente: BCRP.

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se incrementó de 31,4 por ciento en diciembre de 2020 a 33,9 por ciento en enero de 2022. Dicho aumento es explicado por el aumento de la dolarización de los depósitos de las empresas (de 38,9 por ciento a 44,8 por ciento) y por el incremento del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 26,7 por ciento a 27,4 por ciento).

El Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) en moneda nacional de las empresas bancarias continuó con una tendencia de caída más moderada en diciembre, enero y febrero (S/ 2 649 millones). Durante el mismo periodo, el TOSE en moneda extranjera se incrementó en US\$ 3 004 millones presentando una tendencia creciente desde diciembre de 2021.

Gráfico 100
TOTAL DE OBLIGACIONES SUJETAS A ENCAJE (TOSE) DE LA BANCA
(En millones de soles y dólares)



Para 2022 se espera que los depósitos en moneda nacional crezcan a una tasa ligeramente menor a la del crédito al sector privado en moneda nacional (5,1 y 5,6 por ciento, respectivamente).

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

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Ene.22	Dic.22*	Dic.23*
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	42,5	20,6	20,9	16,0	8,1	3,0	1,5
Depósitos en moneda nacional	11,9	33,1	27,1	1,3	-0,8	-5,4	-6,0	5,1	8,3
Depósitos totales 1/	10,0	24,6	21,4	3,0	-0,1	-3,3	-3,3	3,6	5,8
Liquidez en moneda nacional	10,2	32,3	28,9	5,0	3,4	-0,7	-2,6	4,5	6,5
Liquidez total 1/	9,4	25,9	23,9	5,5	3,0	0,1	-1,1	3,5	5,0
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,8	19,7	17,5	7,7	3,9	5,2	7,3	5,6	6,8
Crédito al sector privado total 1/	6,9	11,8	9,5	5,0	2,8	4,4	6,2	4,5	5,5

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

* Proyección.

64. El **circulante** creció en 16,0 por ciento en 2021 y 8,1 por ciento en enero de 2022 interanual. Se espera que el circulante crezca 3,0 por ciento en 2022, reduciéndose a 1,5 por ciento en 2023. Tras crecer a tasas históricamente altas durante el Estado de Emergencia²², se prevé una moderación en el crecimiento del circulante a partir del

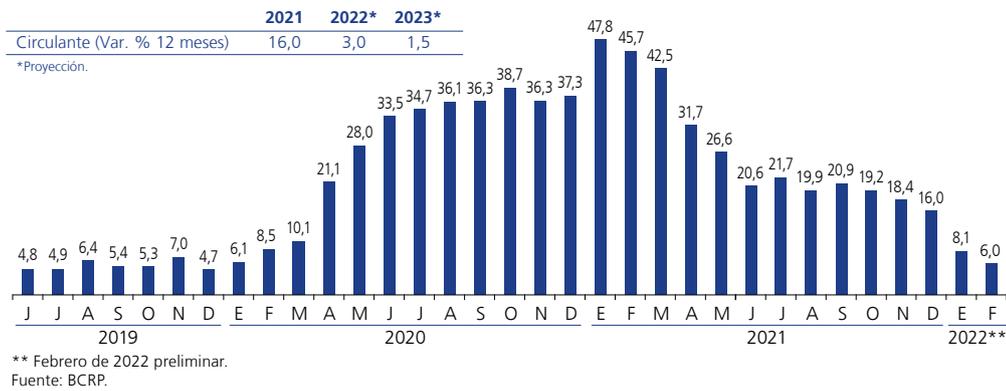
22 El ahorro precautorio de efectivo habría sido impulsado principalmente por las transferencias a las familias a través de los bonos otorgados por el Estado.



segundo trimestre de 2022 por la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, el circulante crecería a un ritmo menor al PBI nominal, regresando a su tendencia prepandemia en el mediano plazo.

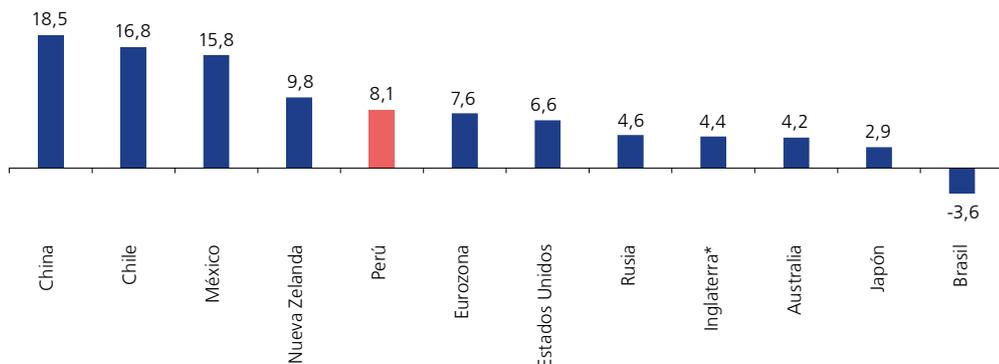
Tras alcanzar tasas históricamente altas en 2020 y el primer semestre de 2021, el crecimiento del circulante se ha desacelerado en los cuatro últimos meses luego de haberse mantenido estable alrededor de 20 por ciento entre junio y octubre de 2021.

Gráfico 101
CIRCULANTE
(Variación porcentual anual)



65. La tasa de crecimiento anual del circulante en enero de 2022 fue 8,1 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en enero de 2020, de 6,1 por ciento, e inferior a la observada en diciembre de 2020, de 37,3 por ciento. La tasa de crecimiento anual de la velocidad del dinero en el cuarto trimestre de 2021 se mantiene positiva en 9,5 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada antes de la pandemia (negativa en 12,3 por ciento en el primer trimestre de 2020), pero inferior a la registrada en el tercer trimestre de 2021 (15,3 por ciento). La demanda por efectivo sigue siendo alta, pero se ha moderado en estos últimos meses.

Gráfico 102
CRECIMIENTO MUNDIAL DEL CIRCULANTE: ENERO DE 2022
(Variación porcentual interanual)



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

66. La preferencia por circulante ha venido fluctuando alrededor del 26 por ciento desde el cuarto trimestre de 2021. Esta se incrementó en diciembre de 2021 y enero de 2022 lo cual fue revertido estas últimas semanas alcanzando un mínimo de tres meses de 25,8 en febrero, regresando a niveles de octubre de 2021 luego de haber alcanzado un nivel máximo de 26,3 por ciento a mediados de enero.

Gráfico 103
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Crédito al sector privado

67. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 11,8 por ciento en 2020 a una tasa interanual de 6,2 por ciento en enero de 2022 (12,1 por ciento sin Reactiva). Por segmentos, el crédito a empresas creció 5,9 por ciento, menor a la tasa observada en diciembre de 2020 (21,7 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales pasó de contraerse 3,1 por ciento en 2020 a incrementarse en 6,7 por ciento en enero de 2022, como producto de la recuperación de la demanda interna. En el caso del crédito a las personas, se registró un aumento del crédito vehicular (10,2 por ciento) y un incremento del crédito hipotecario (7,3 por ciento). Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son el segmento corporativo y grandes empresas (12,0 por ciento), seguido de las pequeñas y microempresas (2,2 por ciento), mientras que las medianas empresas registran una caída en el crédito (1,1 por ciento).

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

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

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.
Fuente: BCRP.





68. Durante 2020 e inicios de 2021 se dieron reclasificaciones en los segmentos de créditos empresarial y de consumo²³. En este sentido, el indicador de tasas de crecimiento del saldo de crédito por segmento empresarial y de crédito de consumo no solo toma en cuenta el efecto de una mayor o menor actividad crediticia, sino que también refleja el efecto de los cambios de base asociados a las reclasificaciones.

De esta manera, si se omite el efecto reclasificación entre empresas para diciembre de 2021, el segmento corporativo y gran empresa hubiese crecido a una tasa menor de 4,9 por ciento; mientras que las medianas empresas hubieran decrecido en -2,9 por ciento, y pequeñas y microempresas se hubiesen expandido en 9,5 por ciento.

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

	Millones de S/ Dic.21	Tasas de crecimiento (%)					
		Oct.21/Oct.20		Nov.21/Nov.20		Dic.21/Dic.20	
		Con Reclasif.	Sin Reclasif.	Con Reclasif.	Sin Reclasif.	Con Reclasif.	Sin Reclasif.
Crédito a empresas	251 997	3,6	3,6	3,1	3,1	3,8	3,8
Corporativo y gran empresa	122 001	5,1	2,7	5,3	3,0	7,7	4,9
Medianas empresas	66 148	11,5	-0,7	3,8	-2,6	0,5	-2,9
Pequeña y microempresa	63 849	-7,3	9,6	-2,0	9,8	-0,1	9,5

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

En cuanto a los créditos de consumo, el segmento de tarjetas de crédito se hubiese contraído mucho menos a una tasa de 7,5 por ciento (-41,5 con reclasificación); mientras que el resto de créditos de consumo habría crecido en 8,4 por ciento.

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

	Millones de S/ Dic.21	Tasas de crecimiento (%)					
		Oct.21/Oct.20		Nov.21/Nov.20		Dic.21/Dic.20	
		Con Reclasif.	Sin Reclasif.	Con Reclasif.	Sin Reclasif.	Con Reclasif.	Sin Reclasif.
Consumo	77 660	-0,5	-0,5	1,7	1,7	3,8	3,8
Vehiculares	2 481	6,1	6,1	9,9	9,9	8,0	8,0
Tarjetas de crédito	12 592	-45,3	-14,2	-44,9	-12,8	-41,5	-7,5
Resto	62 587	18,9	5,2	21,4	7,6	22,8	8,4

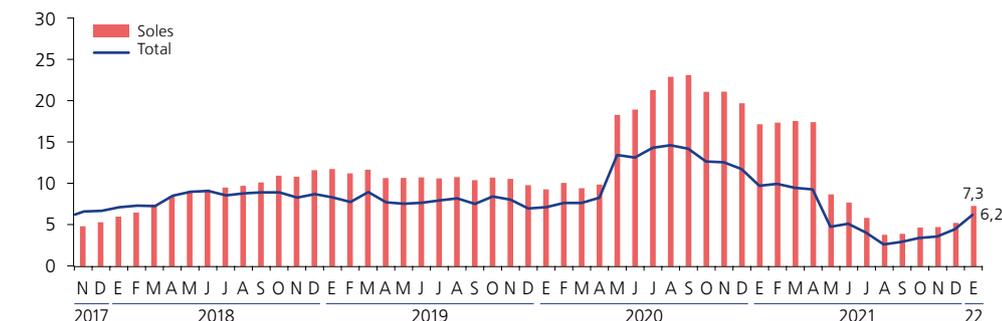
1/ Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio constante (3,31)
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

Así, para el caso de los créditos empresariales, el segmento más afectado por la reclasificación fue el de micro y pequeñas empresas incrementándose en S/ 5 593 millones, seguido del corporativo y grandes empresas y del de medianas empresas que se redujeron en S/ 3 323 y S/ 2 270 millones, respectivamente.

69. El crédito en soles se ha desacelerado desde marzo de 2021, principalmente por la atenuación del efecto estadístico del programa Reactiva Perú. Por otra parte, el crédito en dólares se vino reduciendo desde junio de 2020, lo cual fue revertido desde diciembre de 2021 habiendo crecido 1,1 por ciento dicho mes. Así, al mes de enero de 2022 el crédito en soles se expandió 7,3 por ciento, mientras que el denominado en dólares lo hizo en 1,9 por ciento en el mismo periodo.

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

Gráfico 104
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Variación porcentual anual)



Fuente: BCRP.

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

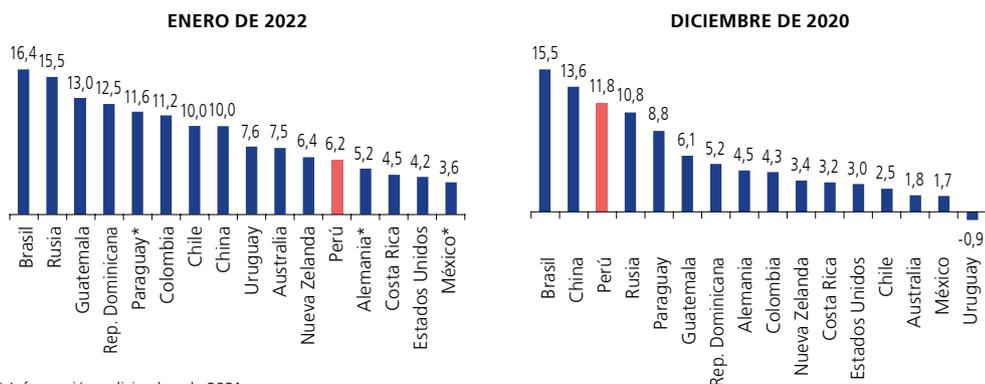
	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Ene.22
Moneda Nacional	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	17,5	7,7	3,9	5,2	7,3
Moneda Extranjera	-0,4	2,8	-2,1	-9,8	-10,6	-13,4	-3,6	-1,3	1,1	1,9
Total	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	9,5	5,0	2,8	4,4	6,2

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

70. A nivel mundial, el crecimiento del crédito al sector privado ha tenido resultados dispares, habiendo algunos países moderado su crecimiento, mientras que otros parecen haber mantenido tasas elevadas, luego de un crecimiento alto como respuesta a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los bancos centrales en 2020 e inicios de 2021.

Las medidas tomadas por el BCRP han favorecido a que el crédito registre un comportamiento contracíclico durante 2020 e inicios de 2021, contrarrestando de esta manera los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica.

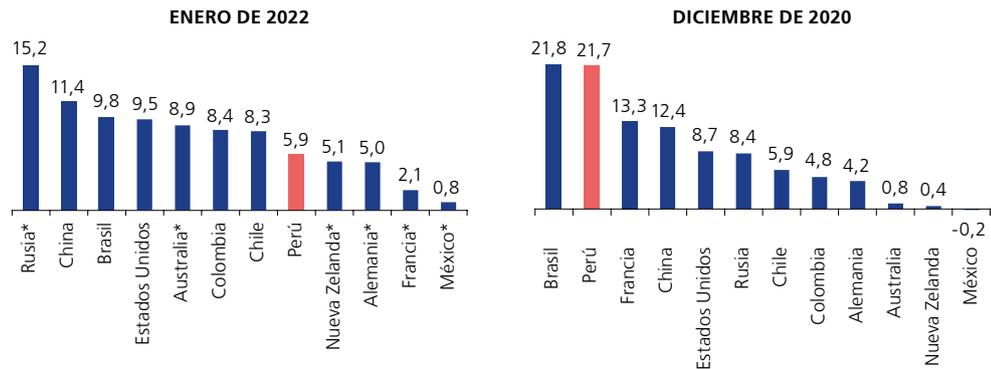
Gráfico 105
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



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



Gráfico 106
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS
 (En porcentaje)



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

Dolarización del crédito y de la liquidez

71. El coeficiente de dolarización del crédito al sector privado medido a tipo de cambio constante se ubica en 20,1 por ciento en enero de 2022, similar a los meses previos y menor al nivel observado en diciembre de 2020 (20,7 por ciento). Se observó una leve reducción de la dolarización del crédito a empresas, la cual pasó de 27,4 a 27,3 por ciento en el mismo período. Asimismo, la dolarización del crédito a personas se redujo de 8,0 a 6,9 por ciento. La dolarización del segmento de créditos hipotecarios pasó de 11,6 por ciento en diciembre de 2020 a 9,0 por ciento en enero de 2022, mientras que la del crédito de consumo se redujo ligeramente de 5,5 por ciento a 5,4 por ciento en el mismo período.

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

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

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.
 Fuente: BCRP.

Morosidad

72. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,87 por ciento en enero de 2022, mayor en 0,05 puntos porcentuales al registrado en setiembre de 2021 (3,82 por ciento). Este resultado estaría explicado principalmente por la mayor morosidad de los créditos a

empresas, siendo más notorio el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas y corporativos. En cambio, la morosidad de los créditos a personas naturales se redujo en el mismo periodo, en particular los créditos asociados a tarjetas de crédito e hipotecarios.

Cuadro 47
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Ene.22
Crédito a empresas	3,57	3,81	3,49	3,52	3,72	4,02	4,03	4,40	4,58	4,81
Corporativo y grandes empresas	0,62	0,63	0,66	0,84	1,03	1,08	1,15	1,02	1,07	1,20
Medianas empresas	8,24	9,00	7,53	6,81	6,26	6,44	6,76	8,59	9,45	9,87
Micro y pequeñas empresas	7,13	6,56	6,24	5,54	6,10	7,18	7,11	6,91	6,59	6,76
Crédito a personas	3,15	3,04	3,43	3,72	4,93	4,20	3,58	2,98	2,57	2,52
Consumo	3,27	3,01	3,38	3,95	5,95	4,70	3,66	2,77	2,24	2,17
Tarjetas de crédito	5,47	5,65	6,05	8,03	12,70	11,75	8,52	7,05	6,28	6,27
Vehicular	3,75	3,86	4,78	5,58	5,85	5,74	5,51	4,42	3,72	3,74
Resto	1,68	1,63	2,05	2,03	3,10	2,96	2,47	1,83	1,36	1,29
Hipotecario	2,98	3,08	3,51	3,39	3,52	3,57	3,47	3,24	3,02	2,98
PROMEDIO 1/	3,28	3,37	3,34	3,47	3,99	3,96	3,76	3,82	3,76	3,87

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.

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

Proyección del crédito al sector privado

74. En 2022 y 2023 se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento y crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020 y otra similar caída de este ratio en 2021, debido a una fuerte recuperación de la actividad económica. Así, mientras que el ratio de crédito con respecto al PBI fue de 44,5 en 2021 (luego de caer de 51,8 por ciento en 2020), se espera continúe cayendo a 43,0 por ciento en 2022. Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica hasta un nivel superior al prepandemia en 2022 (crecimiento de 22,0 por ciento con respecto a 2019). Posteriormente, en 2023 el crédito al sector privado retomarí a su tendencia prepandemia, sin embargo, continuaría creciendo a un ritmo menor al del PBI nominal. Con ello, el ratio respecto al PBI se reduciría a 42,5 por ciento en dicho año.

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 5,6 por ciento en 2022 y 6,8 por ciento en 2023, 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 4,5 por ciento en 2022 (10,5 por ciento Sin Reactiva). Para 2023, se prevé que el crédito total crezca en 5,5 por ciento (9,5 por ciento sin Reactiva). Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 18,2 por ciento a fines de 2023.

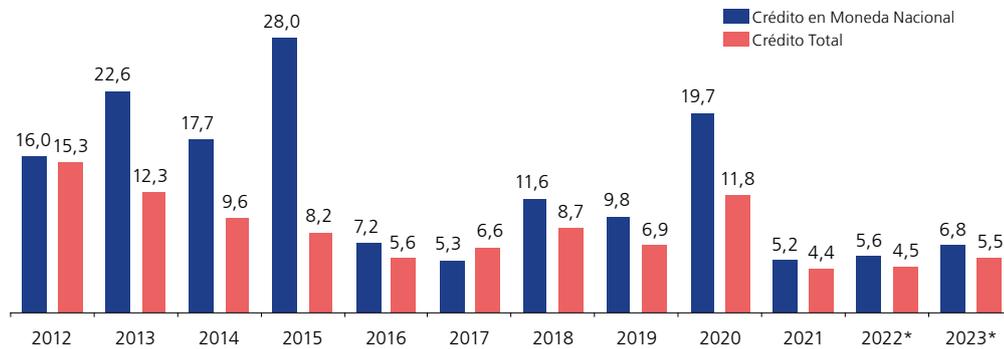
En línea con las proyecciones para el crédito al sector privado, el crecimiento de la liquidez se recuperaría (luego de crecer a 0,1 por ciento en 2021) y del circulante se moderaría,





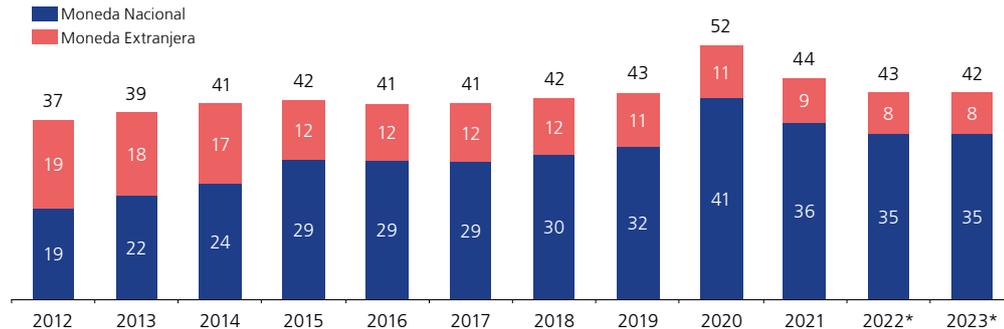
aunque ambas creciendo a tasas menores que el PBI nominal en 2022 y 2023. El ratio de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 59,3 por ciento en 2020 a 45,9 por ciento en 2023, y el correspondiente al circulante del sistema bancario se contraería de 10,0 por ciento en 2020 a 8,6 por ciento en 2023.

Gráfico 107
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)



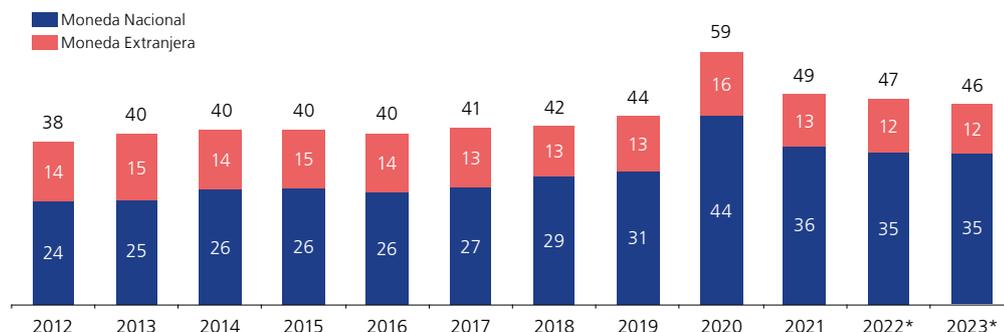
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 108
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2019).
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 109
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2019).
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Recuadro 6

LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA ANTE CHOQUES DE OFERTA

La política monetaria tiene distintos mecanismos de acción ante los distintos choques en la economía (Christiano, Eichenbaum y Evans, 1999; Galí, 2015; Rudebusch y Svensson, 1999). Por ejemplo, ante los choques a la demanda agregada, el Banco Central modifica su posición de política monetaria mediante movimientos en la tasa de interés de referencia, los cuales afectan a la estructura de tasas de la economía. Luego, la tasa de interés real incide en la demanda agregada y en la brecha del producto, la cual afecta las medidas de inflación y al proceso de formación de expectativas. Por otro lado, en el caso de choques de oferta, la política monetaria debe tomar en cuenta su naturaleza para su reacción. Por un lado, la política monetaria no debería responder a choques transitorios de oferta debido a que el rezago con el que actúa la política monetaria puede ser tal, que la respuesta se traslade a la economía luego que el mismo choque se haya disipado. Mientras que, en el caso de choques de oferta persistentes, es recomendable la respuesta preventiva de la política, ya que estos pueden afectar la formación de expectativas de inflación situándolas fuera del rango meta.

En este recuadro se describe los mecanismos de transmisión de un potencial escenario de desanclaje de expectativas de inflación. Dicho desanclaje podría ocurrir ante un choque de oferta asociado a mayores precios internacionales de alimentos y energía, si el banco central no realizase 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.

Ante esta situación, si la política monetaria no respondiese de manera oportuna retirando paulatinamente el estímulo monetario, los agentes podrían internalizar la pasividad de la autoridad monetaria, ajustando su proceso de formación de sus expectativas de inflación. Así, estas últimas podrían incrementarse de manera persistente, generando con ello presiones inflacionarias adicionales.

En este contexto, se puede racionalizar el proceso de formación de expectativas de inflación como uno de aprendizaje. En la medida de que los agentes económicos observasen que el banco central no responde a incrementos persistentes en la inflación con una política monetaria más restrictiva, ellos modificarían sus expectativas respecto a la evolución futura de la inflación. De esta manera, aumentaría el nivel de inflación esperada y con ello se generaría mayor persistencia del impacto de los choques de oferta en la inflación.

Hay factores que podrían amplificar este impacto de los choques de oferta en la inflación, como por ejemplo la reacción del tipo de cambio y el grado de traspaso de mayores costos de producción a los precios finales. Incrementos del tipo de cambio, asociados a condiciones financieras tanto locales como internacionales, podrían amplificar el impacto en la inflación. Asimismo, cuando los incrementos en precios de importaciones son de mayor magnitud, las empresas pueden absorber menos dichos incrementos de precios a través de márgenes, y el traspaso a precios del consumidor es mayor.

En el caso de producirse un desanclaje de expectativas, el costo de reducir la inflación en el futuro será mayor respecto a la situación en la que la autoridad monetaria actúa oportunamente. Si ocurriese un desanclaje de expectativas, el banco central deberá tener una política monetaria más restrictiva en el futuro para poder recuperar la credibilidad respecto al control de inflación. De esta manera, los incrementos en la tasa de referencia necesarios para el control de la inflación serían mayores, y como consecuencia el potencial impacto sobre la actividad económica sería también mayor.

En las últimas dos décadas ha habido cuatro episodios previos en los que las expectativas de inflación se desviaron transitoriamente del rango meta. En todos estos episodios la política monetaria actuó de manera oportuna, por lo que las expectativas de inflación retornaron al rango meta luego de unos





meses. Por ejemplo, en el episodio de la Crisis Financiera de 2008, las expectativas de inflación se situaron fuera del rango meta a partir de enero del mismo año debido a los altos precios internacionales. En dicho contexto, el BCRP aumentó la TPM sostenidamente, desde un nivel de 5 por ciento a fines de 2007 a un máximo de 6,50 por ciento entre setiembre de 2008 y enero de 2009. Las expectativas retornaron al rango meta luego de 14 meses, mientras que la inflación total y la inflación sin alimentos ni energía (SAE) retornaron en 21 y 12 meses, respectivamente.

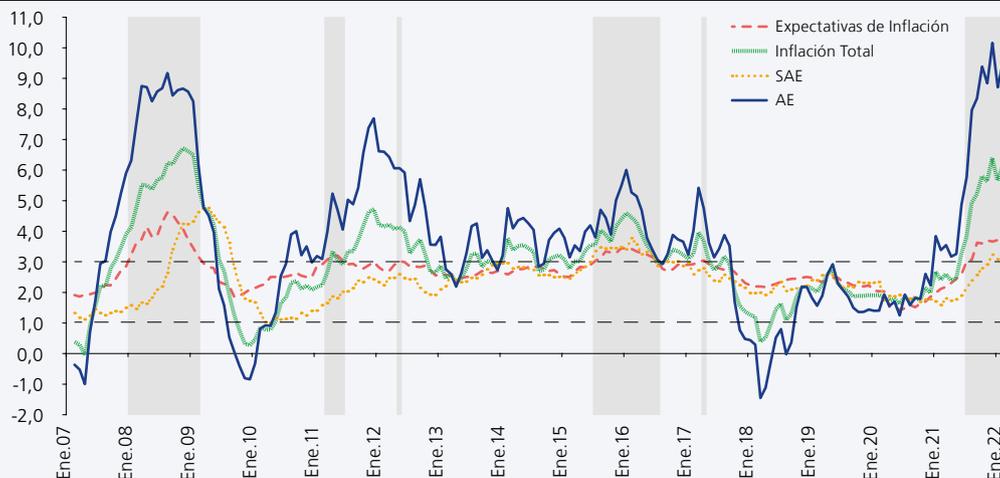
Otro periodo de interés fue el ocurrido entre julio de 2015 y julio de 2016. En este episodio, las expectativas de inflación estuvieron 13 meses fuera del rango meta. Este aumento se dio por el incremento del tipo de cambio desde 2013 tras la caída de precios de *commodities* y el inicio del retiro del estímulo monetario americano, *taper tantrum*. Ante ello, el Banco Central respondió con el retiro de su estímulo monetario con aumentos graduales de la TPM desde 3,25 por ciento a 4,25 por ciento en el periodo de análisis (entre agosto 2015 y febrero 2016). Por ello, la inflación total regresó al rango meta en 16 meses mientras que la inflación SAE lo hizo en 12 meses.

Asimismo, entre marzo de 2011 y junio de 2012 se tuvo un periodo en que las expectativas de inflación enfrentaron alta volatilidad. Este periodo se caracterizó por distintos choques de oferta, el fin de la crisis financiera y presiones de apreciación ante los mayores precios de *commodities*. Es así que la inflación llegó a un nivel máximo de 4,7 por ciento. En este escenario, el BCRP aumentó cinco veces consecutivas la TPM desde 3,0 por ciento en diciembre de 2010 a 4,25 por ciento en mayo de 2011.

Por otra parte, entre marzo y abril de 2017 se dio un episodio en que las medidas de inflación y expectativas se salieron del rango meta, a raíz del Fenómeno del Niño Costero, que afectó la cadena de suministros y las actividades del sector primario. Este choque se dio por el lado de la oferta y tuvo un carácter transitorio, por lo cual el BCRP no modificó la posición de política monetaria a pesar de registrar niveles de inflación de 4 por ciento.

EPISODIOS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN FUERA DEL RANGO META

Episodios	Fechas	Duración	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación SAE	Max. Inflación AE	Max. Tipo de cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun12	16 meses	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6
Episodio 5	Jul21-Feb22	8 meses	3,8	6,4	3,3	10,2	4,1	15,7



Fuente: BCRP.

En la misma línea, se observa que el Banco Central reaccionó consistente y rápidamente a dichos escenarios inflacionarios. Es así como el siguiente gráfico presenta la dinámica de subidas de la TPM durante los meses en que se elevó la tasa de política monetaria ante la presencia de los choques inflacionarios. Para ello, se considera como periodo de endurecimiento al periodo en los cuales se incrementa la TPM continuamente, hasta su última subida. En episodios como la crisis financiera de 2008, se contrajo la posición de política monetaria con subidas de 200 pbs en menos de dos años, mientras que en el actual escenario de alta inflación local y externa se ha registrado aumentos de 375 pbs en 9 meses.

EPISODIOS DE ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA



A manera de conclusión, este recuadro analiza la importancia para el Banco Central de reaccionar de manera oportuna ante eventos repentinos de alta inflación al comparar los costos que conllevaría mantener el estímulo monetario en un escenario contrafactual. La historia reciente justifica las medidas del BCRP de retirar su estímulo monetario ante el aumento repentino de las distintas medidas de inflación y la salida de las expectativas del rango meta, en línea con los objetivos de estabilidad de la política monetaria.

Referencias

Blinder, A. (2022). On Landings hard and soft: the FED, 1965-2020. *Princeton University Bendheim Center for Finance*.

Christiano, L. J., Eichenbaum, M., & Evans, C. L. (1999). Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *Handbook of macroeconomics*, 1, 65-148.

Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press.

Rudebusch, G., & Svensson, L. E. (1999). Policy rules for inflation targeting. In *Monetary policy rules* (pp. 203-262). University of Chicago Press.

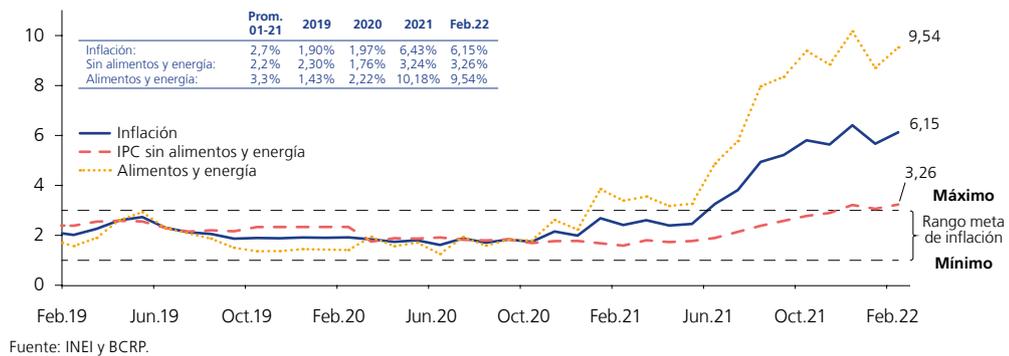


VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

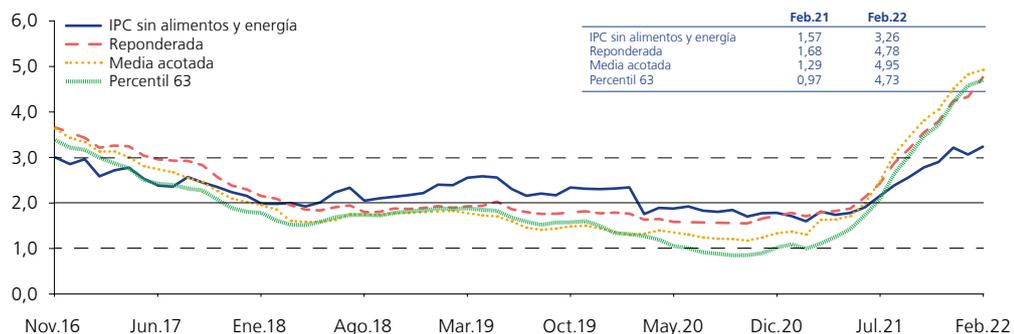
75. La **inflación** interanual aumentó a 6,15 por ciento en febrero, desde 5,66 por ciento en noviembre, impulsada por el mayor precio de los alimentos con alto contenido importado, los combustibles; así como por la depreciación del tipo de cambio. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 2,91 a 3,26 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican por encima del rango meta, aunque se observa cierta moderación en su dinámica entre los meses de enero y febrero.

Gráfico 110
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: INEI y BCRP.

Gráfico 111
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota:

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

Fuente: BCRP.

76. Los rubros más vinculados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y a los contratos vinculados al IPM contribuyeron con 3,63 puntos porcentuales a la inflación de 2021, que fue 6,43 por ciento. Como referencia, en diciembre 2020 estos mismos rubros contribuyeron en 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual, que fue 2,0 por ciento²⁴. Sin embargo, durante los dos primeros meses del año se observó una contribución negativa a la inflación por parte de estos rubros (-0,16 puntos porcentuales a la variación acumulada a febrero de 2022, respecto a diciembre de 2021).

Cuadro 48
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso 2009=100	Var% 12m Dic.20	Contr. Pond.	Var% 12m DIC.21	Contr. Pond.	Peso Dic.21=100	Var.% acum. Ene.-Feb.22	Contr. Pond.
IPC	100,00	1,97		6,43	6,43	100,00	0,35	
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,06	1,66	0,21	4,25	0,54	14,58	-0,39	-0,06
Aparatos electrodomésticos	1,29	-0,42	0,00	4,14	0,04	0,46	1,15	0,01
Artículos del cuidado personal	4,93	0,75	0,03	2,05	0,09	3,99	0,82	0,03
Artículos de limpieza	0,92	0,74	0,01	4,29	0,04	1,32	0,87	0,01
Productos medicinales	2,08	5,53	0,11	1,61	0,03	1,62	0,09	0,00
Compra de vehículos	1,62	3,34	0,06	7,21	0,12	1,61	0,12	0,00
Repuestos y lavado de vehículos	0,21	2,15	0,00	9,05	0,02	0,08	6,21	0,00
Reparación de vehículos	0,20	2,04	0,00	10,03	0,02	0,28	1,23	0,00
Alquileres	2,41	0,50	0,01	1,76	0,03	4,45	-0,36	-0,02
Pasajes de avión	0,41	-3,32	-0,01	45,44	0,15	0,78	-13,08	-0,10
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,83		0,19		2,51	7,99		-0,16
Vinculados a commodities de alimentos	7,03	4,83	0,30	21,32	1,35	5,84	-3,00	-0,17
Carne de pollo	2,96	6,63	0,17	23,40	0,61	2,70	-11,68	-0,32
Pan	1,92	0,25	0,00	15,50	0,26	1,35	0,58	0,01
Azúcar	0,53	16,41	0,08	12,70	0,07	0,37	3,57	0,01
Fideos	0,54	5,60	0,03	10,39	0,06	0,32	4,87	0,02
Aceites	0,52	4,09	0,02	63,49	0,29	0,38	1,05	0,00
Huevos	0,58	0,00	0,00	12,31	0,06	0,71	14,18	0,10
Combustibles	2,79	-4,20	-0,11	47,20	1,15	2,15	0,72	0,02
Gasolina y lubricantes	1,30	-11,16	-0,14	46,41	0,49	1,06	2,39	0,03
Gas	1,40	1,97	0,02	50,97	0,64	0,84	-0,24	0,00
Otros combustibles	0,09	3,02	0,00	10,98	0,01	0,02	0,54	0,00
Consumo de gas natural para la vivienda	0,01	-5,26	0,00	26,98	0,00	0,23	-3,38	-0,01
Rubros relacionados al IPM	1,64		0,06		0,22	1,37		0,00
Consumo de agua	1,64	3,03	0,06	11,57	0,22	1,37	0,00	0,00
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95		0,24		0,35	2,62		0,02
Electricidad	2,95	6,73	0,24	9,50	0,35	2,62	0,68	0,02
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,47	2,58	0,70	13,31	3,63	26,56	-0,75	-0,20
Resto	71,54	1,75	1,27	3,86	2,81	73,44	0,75	0,55

Fuente: BCRP.

La inflación como un fenómeno global

77. El alza de la inflación desde mediados de 2021 es consecuencia principalmente de un fenómeno global, que se explica por problemas de oferta y la rápida recuperación de la economía mundial luego de los confinamientos a raíz de la pandemia del COVID-19. Entre los factores de oferta que afectan la inflación está la elevación significativa de los precios internacionales de los *commodities*, en particular del petróleo y de algunos alimentos que importa Perú como el trigo, el maíz y el aceite de soya. Al aumento de las cotizaciones se suma el mayor costo de los fletes marítimos, fertilizantes químicos y otros insumos.

24 La diferencia entre las contribuciones al 2020 y al 2021 tan solo representa los efectos directos de los choques de oferta que afectan la inflación, y no el efecto total que estos aumentos significan (incluyendo efectos de segundo orden o indirectos).





78. En el ámbito local, el aumento del tipo de cambio presionó aún más al alza los precios locales de los productos con componentes importados durante 2021. No obstante, en lo que va de 2022, el tipo de cambio ha mantenido una tendencia a la baja.
79. En las últimas semanas, el riesgo de un alza de los precios de los *commodities* se ha incrementado debido a la invasión de Rusia a Ucrania, lo cual se ha visto reflejado en los precios de los contratos futuros. Rusia es uno de los principales exportadores mundiales de petróleo, gas y fertilizantes, en tanto que ambos países se encuentran entre los principales exportadores de trigo y maíz del mundo.
80. Los choques de oferta que afectan los precios de *commodities* desde 2021 y su intensificación a raíz del conflicto, tienen un mayor impacto sobre la variación de precios de alimentos y energía. Así, esta variación impulsó en mayor medida el crecimiento de la inflación total en 2021. Dentro del grupo, los precios de los combustibles son los que más se incrementaron el año pasado (47,2 por ciento), seguidos por las tarifas eléctricas (9,5 por ciento). Finalmente, el precio de los alimentos creció 8,0 por ciento en 2021.
81. La mayor duración de estos choques de oferta, que afectan el componente de Alimentos y Energía, puede generar una mayor persistencia de la inflación total. Esto conllevaría una reducción del poder adquisitivo de la población por un periodo de tiempo más prolongado, hasta que los choques internacionales se reviertan. Ello podría generar presión por parte de los trabajadores para incrementar el salario nominal; sin embargo, la literatura económica indica que, en un contexto de este tipo, un incremento del salario nominal podría generar una espiral inflacionaria de precios-salarios.
82. Una espiral inflacionaria puede ser iniciada por el deseo de los trabajadores de mantener sus salarios reales, y de las firmas por mantener sus márgenes de ganancia, frente a shocks adversos de oferta. Ello daría lugar a aumentos secuenciales de los salarios nominales y de los precios, generando así una espiral inflacionaria (Blanchard 1986). La evidencia empírica muestra que un choque de salarios genera un efecto inflacionario. Ello fue encontrado por Ágenor y Hoffmaister (1997) para el periodo 1979-1995 para Corea, Turquía y México, donde en este último el efecto fue persistente. Además, tanto para Chile, México y Turquía, se encuentra que las fluctuaciones de los salarios nominales están explicadas principalmente por shocks de salarios nominales en un horizonte corto de tiempo, y por choques de inflación en un mayor horizonte de tiempo (aproximadamente mayor a un año luego del choque).
83. En el caso del Perú, el incremento de los salarios nominales y su impacto en una mayor inflación dependerá del poder de negociación de los trabajadores y empleadores por el incremento de salarios; o de las políticas públicas, como el incremento del salario mínimo vital. En este último caso, la evidencia empírica no muestra que el salario mínimo juegue un rol muy importante en las distribuciones salariales, pero puede tener un impacto acotado sobre los salarios de los trabajadores formales que ganan un nivel similar al salario mínimo (Jaramillo, 2012).

Inflación en 2022

84. En cuanto a la evolución de la inflación durante 2022, en el período comprendido entre los meses de enero y febrero, el nivel general de precios aumentó 0,35 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 0,05 por ciento en el mismo periodo, mientras que el rubro de alimentos y energía lo hizo a una tasa mayor, de 0,72 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 0,72 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 0,70 por ciento, reflejando el alza de 0,72 por ciento de los precios de los combustibles y de 0,68 por ciento de las tarifas de electricidad.

Cuadro 49
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2019	2020	2011	2022	
					Ene.-Feb.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,97	6,43	0,35	6,15
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	2,30	1,76	3,24	0,05	3,26
a. Bienes	17,4	1,39	1,52	2,62	0,60	3,06
b. Servicios	37,9	2,86	1,91	3,61	-0,20	3,46
Educación	8,6	5,22	1,98	1,60	0,00	1,88
Salud	1,5	1,47	1,20	2,82	0,21	2,35
Otros	27,8	1,79	1,91	5,45	-0,29	4,02
2. Alimentos y energía	44,7	1,43	2,22	10,18	0,72	9,54
a. Alimentos y bebidas	40,0	1,00	2,24	7,97	0,72	7,90
Alimentos dentro del hogar	24,5	0,63	2,89	9,76	0,31	8,85
Comidas fuera del hogar	15,5	1,69	1,00	4,53	1,38	5,86
b. Combustibles y electricidad	4,8	4,32	2,13	24,41	0,70	19,72
Combustibles	2,1	-0,39	-4,20	47,20	0,72	32,57
Electricidad	2,6	8,04	6,73	9,50	0,68	10,32

Fuente: BCRP.

85. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el período enero-febrero fueron comidas fuera del hogar, papa, huevos, otras frutas frescas y leche evaporada, mientras que los rubros con una contribución negativa más alta fueron pollo, pescado, pasajes en avión y transporte terrestre.

Cuadro 50
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - FEBRERO 2022

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	1,4	0,21	Carne de pollo	2,7	-11,7	-0,32
Papa	0,7	17,4	0,12	Pescado fresco o congelado marítimo	0,7	-22,0	-0,14
Huevos	0,7	14,2	0,10	Transporte aéreo nacional	0,2	-30,4	-0,07
Otras frutas frescas	0,6	8,4	0,05	Transporte terrestre nacional	0,3	-16,4	-0,04
Leche evaporada	0,9	3,8	0,03	Transporte aéreo internacional	0,5	-5,7	-0,03
Aparatos no eléctricos, artículos y productos para el cuidado personal	4,0	0,8	0,03	Equipo telefónicos, radiotelefonos y otros	0,5	-3,5	-0,02
Papaya	0,2	12,8	0,03	Alquileres	4,5	-0,4	-0,02
Servicio de telefonía fija, móvil y telecomunicaciones agrupada	4,3	0,6	0,03	Palta	0,2	-5,0	-0,01
Combustibles para vehículos	1,1	2,4	0,03	Uva	0,1	-10,4	-0,01
Animales domésticos y productos conexos	0,6	3,4	0,02	Menudencia de ave	0,1	-7,4	-0,01
Total			0,65	Total			-0,67

Fuente: BCRP.

Alimentos

En el período de enero a febrero destacaron las alzas en el rubro de comidas fuera del hogar y en alimentos como papa, huevos y leche evaporada. En contraste, disminuyeron los precios de la carne de pollo y del pescado.

Los precios del rubro comidas fuera del hogar, como el de “menú en restaurante”, crecieron impulsados por el aumento de la demanda, como resultado de los mayores aforos permitidos y del avance del proceso de vacunación. No obstante, la variación de los precios de las comidas fuera del hogar en 2021 (4,53 por ciento) fue menor a la de los alimentos dentro del hogar (9,76 por ciento), por lo que aún podría haber presiones de costos para los restaurantes.





En el caso de la papa, el alza estuvo relacionada a la menor oferta del producto de mejor calidad, principalmente por las alteraciones climáticas en la sierra central. Se registró lluvias por encima de lo normal en octubre y noviembre, y luego deficiencia de precipitaciones en la mayor parte de diciembre y enero, retornando las lluvias desde la última semana de enero y continuando en febrero. A ello se sumó la menor aplicación de fertilizantes, por el encarecimiento de estos insumos desde mediados de 2021.

En lo que se refiere a los huevos, el alza reflejó el incremento de los costos de producción, principalmente por la mayor cotización internacional del maíz amarillo duro, principal alimento de las aves (8 por ciento la variación acumulada a febrero y 17 por ciento en los últimos doce meses). Además, desde finales del año pasado se estaría dando una salida paulatina del mercado de productores que no han podido afrontar el alza en los costos de los insumos para la alimentación de las gallinas.

En lo que se refiere a la leche evaporada, los costos de producción aumentaron, principalmente por el mayor precio de importación de los insumos lácteos y de la hojalata. El precio de importación de la leche en polvo descremada aumentó 10 por ciento con respecto a enero y 32 por ciento en los últimos doce meses. En lo que se refiere a la hojalata, el precio de importación registró un incremento de 6 por ciento con respecto a enero y de 52 por ciento en los últimos doce meses.

En cuanto a las disminuciones de precios, el precio de la carne de pollo cayó ante la disminución de la demanda, luego de las celebraciones de fin de año. Ello en un contexto de mayor abastecimiento de bonito y jurel, sus principales productos sustitutos. A partir de la segunda semana de febrero el precio de la carne de pollo comenzó a subir como resultado de una menor oferta. En cuanto al bonito, su oferta aumentó ante el levantamiento de la veda para las embarcaciones que emplean redes de cerco. En el caso de jurel, el abastecimiento fue mayor en enero, principalmente por la mayor participación de la flota industrial.

Energía

La variación del rubro de combustibles para vehículos (2,4 por ciento) reflejó los mayores precios ex-planta de las refinerías locales. Ello estuvo asociado al aumento del precio de los gasoholes en la Costa del Golfo de los Estados Unidos (marcador internacional), vinculado a su vez a la mayor cotización internacional del petróleo en los últimos meses.

El alza del rubro de electricidad (0,7 por ciento) respondió a los reajustes trimestrales de los precios de generación y transmisión principal y a la aplicación de factores de actualización del componente de distribución. A ello se sumó en febrero el reajuste del factor correspondiente al Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE), lo que impactó en el componente de distribución.

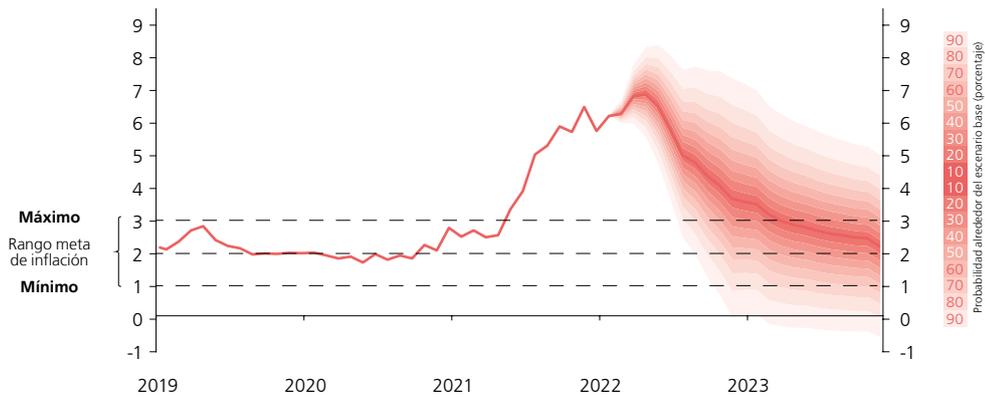
Proyecciones

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

A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la recuperación gradual de la actividad económica y la mayor persistencia en el alza de precios internacionales de energía

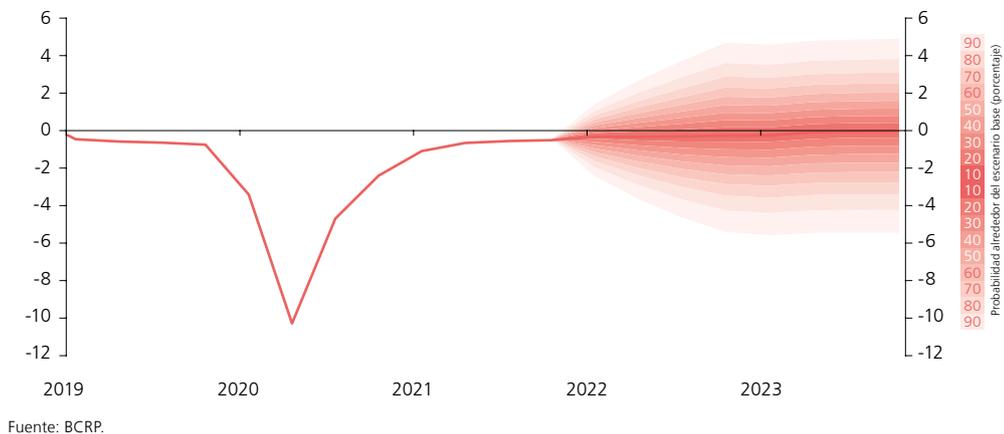
y alimentos, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta a inicios de 2023 y converja hacia su valor central hacia fines del horizonte de proyección. Esta proyección asume la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente, y donde continúa el retiro gradual del estímulo monetario y las expectativas de inflación retornan al rango meta en los siguientes meses.

Gráfico 112
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2022-2023
(Variación porcentual últimos doce meses)



- 90. Para los años 2022 y 2023 se prevé una recuperación de la brecha de demanda sustentada en los altos precios de nuestras exportaciones, así como también de la recuperación de la confianza empresarial.

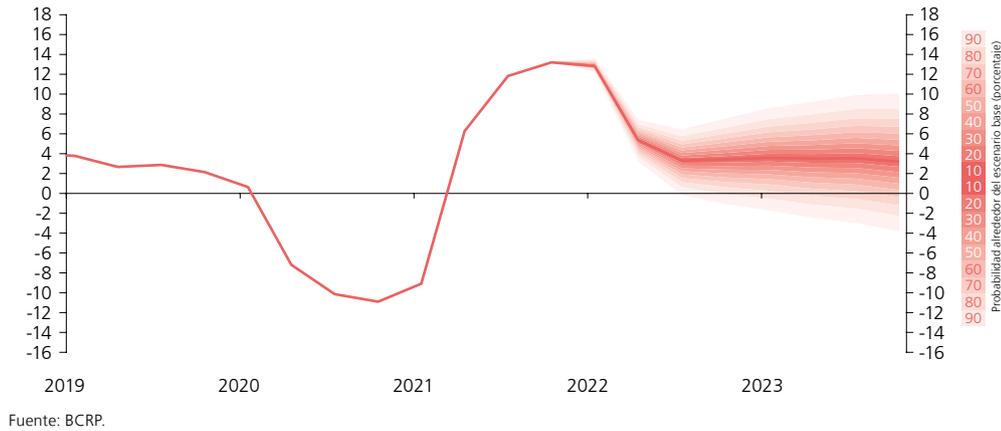
Gráfico 113
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DE DEMANDA: 2022-2023
(en porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)



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



Gráfico 114
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2022-2023
 (Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)



92. Las expectativas de inflación, calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 3,80 y 4,0 por ciento para 2022 y entre 3,00 y 3,20 por ciento para 2023; indicando que estas retornarán al rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Las expectativas de inflación a doce meses en febrero de 2022 ascendieron a 3,75 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 115
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
 (Puntos porcentuales)



Cuadro 51
ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE INFLACIÓN
 (En porcentajes)

	RI Jun.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Mar.22*
Sistema Financiero				
2022	2,20	3,00	3,50	3,80
2023			3,00	3,00
Analistas Económicos				
2022	2,45	2,55	3,55	4,00
2023			2,80	3,00
Empresas No Financieras				
2022	2,30	3,00	3,21	4,00
2023			3,00	3,20

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

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 8,1 por ciento en 2022, principalmente por el aumento en el precio del crudo del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y la soya. Para 2023 se espera una disminución de 1,5 por ciento básicamente por una reversión parcial en el precio de estos productos. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de febrero muestran niveles de S/ 3,90 para 2022 y entre S/ 3,85 y S/ 3,93 para 2023.

Cuadro 52
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En soles por dólar)

	RI Jun.21	RI Set.21	RI Dic.21	RI Mar.22*
Sistema Financiero				
2022	3,50	4,00	4,12	3,90
2023			4,20	3,85
Analistas Económicos				
2022	3,72	4,25	4,20	3,90
2023			4,25	3,93
Empresas No Financieras				
2022	3,60	4,00	4,10	3,90
2023			4,01	3,90

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

Los efectos mencionados anteriormente contribuirían a que la inflación se mantenga alrededor del centro del rango meta, a pesar de que se espera que la brecha del producto registre valores negativos en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

94. Se ha elevado el sesgo al alza en el balance de riesgos de la proyección de inflación, sustentado en los siguientes choques:

- **Choques de demanda interna**

De no recuperarse la confianza del consumidor y empresarial, se generaría un menor crecimiento del consumo e inversión del sector privado. Por otro lado, demoras en la ejecución del gasto público, sobre todo el de inversión, podrían también reducir la velocidad de recuperación de la actividad económica. Asimismo, el surgimiento de nuevas variantes del COVID-19 podría aún propiciar nuevas olas de contagios, afectando también la confianza de los consumidores y de los empresarios. Los impactos de corto y mediano plazo de estos episodios se traducirían en una contracción de la demanda interna, y afectarían negativamente a la inflación a través de una disminución en la brecha del producto.

- **Choques de demanda externa**

La persistencia de la inflación a nivel mundial y su posible impacto sobre las expectativas de inflación podría acelerar el retiro del estímulo monetario en las



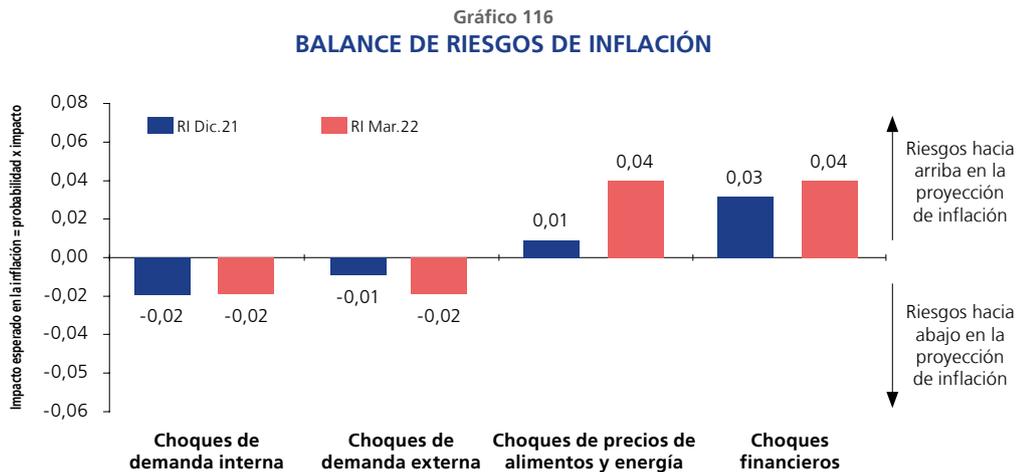
economías avanzadas, contrayendo la demanda a nivel global. Por otro lado, la incertidumbre sobre el crecimiento económico mundial, agravada por las tensiones geopolíticas en Europa del Este, podría mermar aún más la demanda externa. A estos hechos se sumaría la posibilidad de un resurgimiento de olas de contagio por la aparición de nuevas cepas del COVID-19.

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

Pese al actual incremento en los precios internacionales de los alimentos y combustibles, subsisten los riesgos de mayores aumentos en el futuro; debido a los problemas de producción y abastecimiento generados por la recuperación económica de la actual crisis sanitaria. Estos riesgos se verían exacerbados por las recientes tensiones geopolíticas en Europa del Este, que se traducirían en mayores precios de los combustibles, alimentos y costos de transporte.

- **Choques financieros**

La mayor velocidad del retiro anticipado del estímulo monetario en las economías avanzadas, la incertidumbre sobre el crecimiento económico y el creciente endeudamiento público y privado, principalmente en las economías emergentes, podría generar episodios de salidas de capitales. Estos factores, sumados a la volatilidad en los mercados financieros, podrían generar presiones al alza del tipo de cambio y, por ende, una mayor inflación en el horizonte de proyección.



Recuadro 7

FERTILIZANTES: CONTEXTO INTERNACIONAL, IMPACTO LOCAL E IMPLICANCIAS

Los fertilizantes representan un insumo crucial en la actividad agrícola y afectan la evolución de la producción y los precios de los alimentos. La producción de fertilizantes está relacionada a los mercados energéticos, ya que los principales insumos para su elaboración son el petróleo y el gas. El precio de los fertilizantes a nivel global ha aumentado en el último año por la mayor demanda asociada a la recuperación económica mundial, así como por las limitaciones de oferta, derivadas de la pandemia, de los insumos empleados para su producción. En Perú los fertilizantes más utilizados son importados, por lo que el encarecimiento de fertilizantes tendría impactos en el sector agrícola y la inflación.

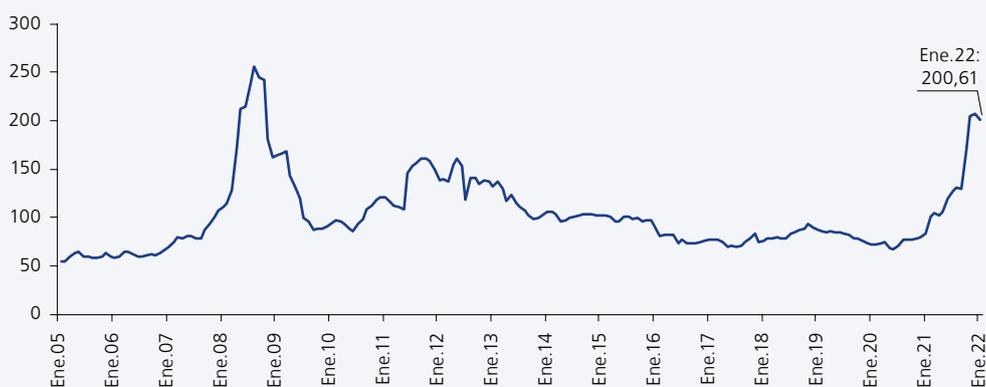
Contexto internacional

El uso de fertilizantes forma parte de la gestión agronómica de los cultivos agrícolas y coadyuva a la ganancia de productividad en el campo. Los fertilizantes se clasifican en orgánicos (incluye guano) e inorgánicos (incluye químicos y minerales). Entre las principales familias de nutrientes destacan los nitratos (a base de nitrógeno), que asisten al desarrollo vegetativo de la planta, así como el fósforo y el potasio, los cuales favorecen la resistencia y el desarrollo de las raíces. La mayor parte de los fertilizantes que se utilizan en el Perú son inorgánicos y son importados, principalmente de países como Rusia, Estados Unidos y China²⁵. Entre los fertilizantes más utilizados destacan la urea, el fosfato diamónico (DAP), el nitrato de amonio, el sulfato de amonio y sulfato de potasio²⁶.

El índice de precio de los fertilizantes reportado por el Banco Mundial aumentó 163,9 por ciento en 2021, alcanzando su mayor nivel desde mayo de 2012. Sin embargo, en enero se ha visto una ligera reversión en el precio, con una caída mensual de 3,6 por ciento. Asimismo, en 2021 destacó el incremento de los precios de la urea en 263,3 por ciento, el triple súper fosfato (TSP) en 114,6 por ciento, la fosforita²⁷ en 112,0 por ciento y el fosfato diamónico (DAP) en 91,8 por ciento.

PRECIO DE LOS FERTILIZANTES EN DÓLARES

(Índice 2010=100)



Fuente: Banco Mundial.

25 La participación promedio de estos países proveedores en el valor importado 2019-2020 es de 41,8 por ciento, 15,4 por ciento y 14,6 por ciento, respectivamente.

26 La urea, que contiene un alto porcentaje de nitrógeno, debe transformarse en nitrato para que pueda ser asimilada por las plantas. Ese proceso de transformación ocurre en el suelo y se denomina nitrificación. Sin embargo, en el suelo se pierde hasta el 40 por ciento de nitrógeno y se emite dióxido de carbono, motivo por el cual la urea es considerada un fertilizante menos amigable con respecto al cuidado del medio ambiente en comparación con sus pares.

27 Roca sedimentaria no detritica que contiene altas cantidades de minerales fosfatados





Un análisis de la Comisión Europea sobre el mercado de fertilizantes²⁸, señala que los precios de los productos alimenticios influyen en la dinámica del mercado de fertilizantes. Existe un movimiento conjunto sustancial entre los precios de los fertilizantes y de los alimentos, dado que, si el balance de la oferta y demanda de alimentos se encuentra ajustado, ello genera una mayor demanda de fertilizantes, elevando así sus precios.

Además, la interacción con el sector energético tiene el potencial de desencadenar el aumento de los precios de los fertilizantes a través del canal de costos de los insumos. El petróleo y el gas son los insumos más importantes para la producción de fertilizantes (el gas representa alrededor del 80 por ciento del costo de producir nutrientes²⁹) por lo que el aumento en sus precios ejerce presión sobre los costos. Así, la volatilidad de los precios de la energía, los alimentos y los fertilizantes, se mueven estrechamente en un entorno de aumento de los precios de la energía.

Finalmente, el mismo estudio de la Comisión Europea encuentra que la oferta de fertilizantes es inelástica y la cadena de suministro se caracteriza por ser un mercado oligopólico. Ello se debe a que la inversión en nuevas plantas de producción puede tomar de 5 a 10 años, por lo cual la oferta no se puede ajustar rápidamente ante los aumentos en precios.

En el episodio actual, el incremento en el precio de fertilizantes se debe al aumento de los precios de la energía y a medidas de restricción de comercio de los principales exportadores. Así, Europa ha obligado a varias plantas de fertilizantes nitrogenados a detener o reducir la producción por la crisis del gas natural (ej. Yara International ASA de Noruega y BASF SE –la principal empresa química europea). Por su parte, El Ministerio de Finanzas de Rusia anunció que tiene previsto restringir temporalmente la exportación de fertilizantes nitrogenados y fosfatos para reducir los precios internos de ambos insumos. Rusia es uno de los mayores exportadores mundiales de fertilizantes nitrogenados y fosfatados.

China anunció medidas para reducir las exportaciones de fertilizantes que de facto prohíben la exportación de estos, ya que a partir del 15 de octubre se requerirían certificados de inspección para enviar fertilizantes y materiales relacionados. Así, las principales empresas de fertilizantes de ese país suspenderían temporalmente sus envíos. Asimismo, los reguladores chinos anunciaron la liberación de las reservas de fertilizantes químicos relevantes y que las autoridades supervisarían de cerca los mercados de fertilizantes nacionales y extranjeros y las tendencias de importación y exportación.

Impacto en la producción local de alimentos perecibles agrícolas

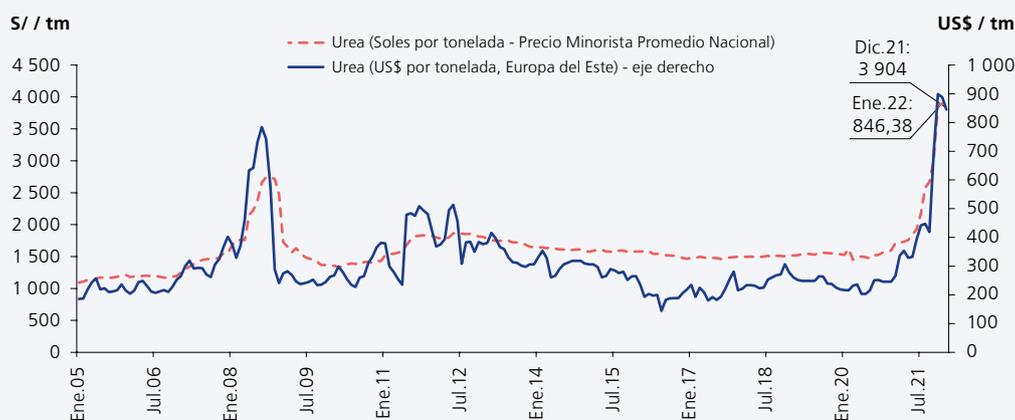
En Perú, la utilización de fertilizantes se centra en aquellos de tipo inorgánico, que son importados casi en su totalidad. Por ende, a pesar de que la utilización de fertilizantes es relativamente baja en relación con otros países del mundo³⁰, el impacto en la producción y los precios de los alimentos perecibles agrícolas es importante. Además, durante el episodio actual, al incremento de precios internacionales de los fertilizantes, se suma el aumento de los fletes de transporte marítimo internacional y la depreciación cambiaria. Durante 2021, el precio de la urea, el fertilizante más utilizado, ha aumentado 145,4 por ciento.

28 European Commission, JRC Scientific and Policy Reports (2012). Fertilizer markets and their interplay with commodity and food prices

29 Según el grupo Industrial Fertilizers Europe.

30 Según cifras del Banco Mundial, en el Perú el consumo promedio de fertilizantes fue de 125 kilogramos por hectárea en 2018, por debajo del promedio mundial de 137 kilogramos por hectárea, y de países de la región como Chile (308 kg/ha), Brasil (305 kg/ha) y Colombia (182 kg/ha).

PRECIOS INTERNOS Y EXTERNOS DE LOS FERTILIZANTES



Fuente: Pink Sheet – Banco Mundial, Boletín Estadístico Mensual el Agro en Cifras – MIDAGRI.

El mayor precio de los fertilizantes ha generado que en algunas regiones del país su uso se reduzca o se reemplace por fertilizantes alternativos naturales; sin embargo, estas prácticas reducen los rendimientos de los cultivos. Por su parte, en el caso de no contar con una alternativa, los márgenes de ganancia de los productores se han visto disminuidos, lo que ha afectado las intenciones de siembras para los siguientes meses, donde los agricultores estarían reemplazando los cultivos con mayores costos por otros más rentables.

El impacto sería diferenciado entre la pequeña agricultura familiar y la destinada a la exportación o a la industria. En el caso de la pequeña agricultura se estaría optando por un mayor uso de fertilizantes naturales, sin embargo, la oferta de estos es limitada. En tanto que, en la agricultura moderna, se tiene un manejo más eficiente de cultivos y de comercialización de productos, por lo que el impacto directo en la producción y los precios sería limitado.

Impacto en los precios locales de alimentos perecibles agrícolas

El aumento en los costos de producción por el encarecimiento de los fertilizantes impulsa el alza en los precios a los consumidores. En la historia reciente, se han observado dos episodios de incremento del precio de fertilizantes, entre los años 2007-2008, y 2010-2011. En estos episodios se sumaron otros factores adicionales, como las alteraciones climáticas adversas asociadas al fenómeno La Niña, que amplificaron el aumento de precios de alimentos agrícolas. Sin embargo, el análisis encontró que un aumento de los precios de estos insumos agrícolas estaría asociado a alzas en los precios al consumidor, de productos como la papa, el tomate, el arroz, la cebolla, la zanahoria, entre otros.

En 2008 resaltaron los aumentos anuales de precios de papa (50,9 por ciento) y arroz (12,8 por ciento), productos que se habrían visto afectados por alteraciones en el patrón de lluvias y bajas temperaturas que retrasaron las cosechas, respectivamente. De este modo, el alza del precio de los fertilizantes reforzaría los problemas de oferta, mediante un aumento en costos. Por ejemplo, en ese momento, para el caso de la papa, los fertilizantes representaban alrededor de 30 por ciento de su estructura de costos.

Por otro lado, las alzas en los precios de la cebolla (58,4 por ciento) y zanahoria (22,3 por ciento) habrían respondido más directamente al aumento del precio de fertilizantes, aunque en el caso de la cebolla, también se observó una menor oferta por un cambio de cultivos hacia la agroexportación. Otro producto que se vio afectado por el alto costo de los fertilizantes, pero de manera transitoria, fue el





tomate, que incrementó fuertemente su precio entre los meses de marzo y junio (70,5 por ciento) de 2008.

En 2011, al efecto del encarecimiento de los fertilizantes se le sumó los menores rendimientos ocasionados por el fenómeno La Niña. El impacto más saltante de los fertilizantes ese año fue en el alza en el precio de la zanahoria (88,7 por ciento), donde el incremento en el precio de estos insumos afectó las intenciones de siembra en Lima. Otros productos que también tuvieron alzas significativas, pero menores, fueron el tomate (14,2 por ciento), el arroz (10,8 por ciento), y la papa (2,4 por ciento).

El impacto del aumento del precio de los fertilizantes en los precios de alimentos puede observarse de manera contemporánea o hasta con un rezago de 6 meses dependiendo del producto. Para caracterizar la velocidad de ajuste de los precios de los alimentos, se realizó un análisis de correlación, utilizando una ventana de 2 años de los índices de precios de estos productos durante el periodo 2007-2008 (donde los precios de los fertilizantes alcanzaron máximos históricos). Con ello, se encontró un efecto contemporáneo en el caso del arroz y el tomate, un efecto rezagado luego de 4 meses en el caso de la papa y luego de 6 meses para la cebolla y la zanahoria.

El reto es elevar la productividad agraria

En noviembre el Gobierno anunció la implementación de un subsidio a los fertilizantes para limitar el impacto sobre la producción y los precios. Así, mediante el Decreto de Urgencia N° 106-2021, que autoriza al Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego (MIDAGRI) a otorgar subvenciones económicas a los productores que adquieran fertilizantes, se estableció un presupuesto de S/ 251 millones para la implementación de la medida. Además, se establecieron 4 requisitos básicos para que los productores pudiesen acceder al beneficio: (i) estar incluidos en el registro de productores del MIDAGRI o registrarse en el proceso, previa validación del MIDAGRI; (ii) conducir unidades agropecuarias entre 2 y 10 hectáreas; (iii) que hayan adquirido fertilizantes en casas comerciales debidamente registradas por la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT); y (iv) que cuenten con comprobantes de pago válidamente emitidos a partir del 1 de agosto de 2021 hasta el 31 de marzo de 2022.

El procedimiento operativo se aprobó mediante la Resolución Ministerial N°0368-2021-MIDAGRI (17-dic-2021), con lo cual la ejecución se realiza en coordinación con las Direcciones y Gerencias Regionales de Agricultura, AGRORURAL, AGROBANCO y Banco de la Nación. La subvención económica será entregada por única vez por productor agrario y el monto será entre S/350 y S/1 300, según el rango de gasto de fertilizante y tamaño de parcela

Hasta el momento, el MIDAGRI ha indicado que ha ampliado la cobertura para el registro de los beneficiarios del subsidio. El registro podrá realizarse a través de las oficinas de las direcciones regionales agrarias, agencias agrarias, oficinas agrarias y municipalidades; en 24 regiones del país. Además, 116 tambos del Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social brindan este servicio en 5 regiones del país. La sistematización del registro se está llevando en la plataforma SEFEAGRO (Subvención Económica por la Compra de Fertilizantes). Como resultado de los registros desde diciembre de 2021, el MIDAGRI indicó la última semana de enero que haría la entrega del subsidio a 302 productores beneficiarios con predios agrícolas en las regiones de Arequipa, Cajamarca, Huánuco, La Libertad y San Martín. Ellos percibirán un monto total que asciende a S/ 259,920 a través del Banco de la Nación³¹.

Si bien la implementación de subsidios puede aliviar temporalmente la situación, no se debe perder de vista los potenciales impactos negativos que pueden tener (FAO, 2011). En particular, estos programas

31 <https://gestion.pe/economia/midagri-amplia-cobertura-de-registro-para-acceder-al-subsidio-de-fertilizantes-nndc-noticia/?ref=gesr>

de subsidios podrían: (i) generar distorsiones en el mercado y desincentivar la inversión privada; (ii) terminar siendo distorsionados al utilizarse con fines políticos; o (iii) no beneficiar a los grupos objetivo (por mala focalización o por filtraciones).

Asimismo, en contextos de alta variabilidad de precios, los subsidios no se van a reflejar inmediatamente debido a que existe una ventana de tiempo entre el uso del insumo y la cosecha de los alimentos (el cual depende del ciclo de producción).

Además, más allá de las medidas temporales, es importante generar incentivos para elevar la productividad, por ejemplo, mediante un mayor uso de fertilizantes adecuados y contribuyendo a la formalización de los pequeños agricultores. Para fortalecer la provisión de incentivos adecuados, deberían considerarse una serie de elementos, tales como: (i) atender a capacitaciones técnicas sobre el uso adecuado de fertilizantes, (ii) asociarse con otros pequeños productores (fomento de la asociatividad y reducción de costos logísticos), (iii) formalización de la unidad agropecuaria, (iv) participación en la recolección de estadísticas del sector, o (v) incorporación a una cadena productiva del país, entre otros. Estas condiciones actuarían también como complementos que aumentarían el atractivo de utilizar los fertilizantes por parte de los pequeños y medianos productores.

Conclusiones

El actual episodio de aumentos de precios de fertilizantes se debe principalmente al aumento de los precios de la energía y a medidas de restricción de comercio de los principales exportadores. En el Perú, a pesar de que el uso de fertilizantes es relativamente bajo, los fertilizantes que se utilizan son principalmente importados, por ende, el impacto del aumento del precio internacional afecta la producción local y los precios a los consumidores. El impacto se transmite a través de 2 canales, por un menor uso de fertilizantes, lo que afecta los rendimientos de los cultivos; o por un traslado directo de los costos hacia los precios a los consumidores.

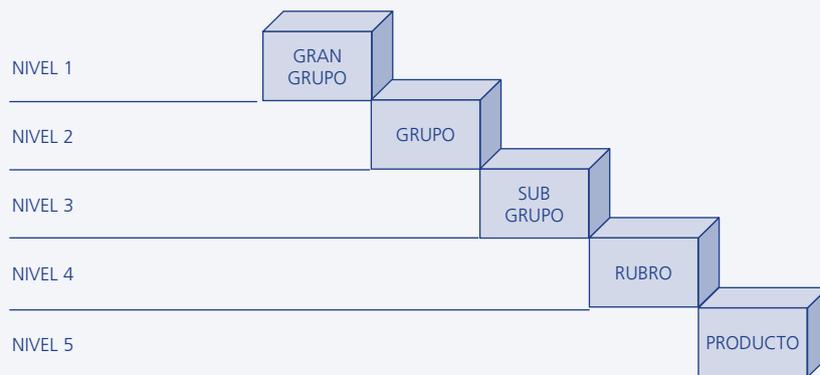


Recuadro 8 CAMBIO DEL PERIODO BASE PARA EL CÁLCULO DE LA INFLACIÓN

A partir de enero de 2022, el periodo base del cálculo de la inflación pasa a ser diciembre de 2021; anteriormente la base era el año 2009. Esta actualización incluye el cambio de las ponderaciones de la canasta de consumo utilizando la información recabada en la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares (ENAPREF) desarrollada entre el 1 de junio de 2019 y el 15 de marzo de 2020 (anteriormente ENAPREF 2008-2009). La duración usual de la encuesta comprende un periodo de 1 año; sin embargo, esta fue interrumpida por el inicio del confinamiento por la pandemia del COVID-19. Para completar los datos faltantes se imputó los valores de acuerdo con la estacionalidad de los productos o servicios correspondientes.

La publicación de la nueva base trabajará con la estructura de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF) utilizando 12 divisiones de consumo. La clasificación CCIF es un estándar que facilita la comparación internacional. Desde 2009 el INEI inició la recolección de datos con base en esta nueva estructura; sin embargo, las publicaciones se mantuvieron con la clasificación anterior basada en el Sistema de Cuentas Nacionales, con una estructura de 8 Grandes Grupos de Consumo. Cabe resaltar que cada clasificación es independiente y no se pueden armonizar una con otra, ya que presentan diferencias en la composición a nivel de productos y variedades.

ESTRUCTURA SEGÚN - SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES 2009

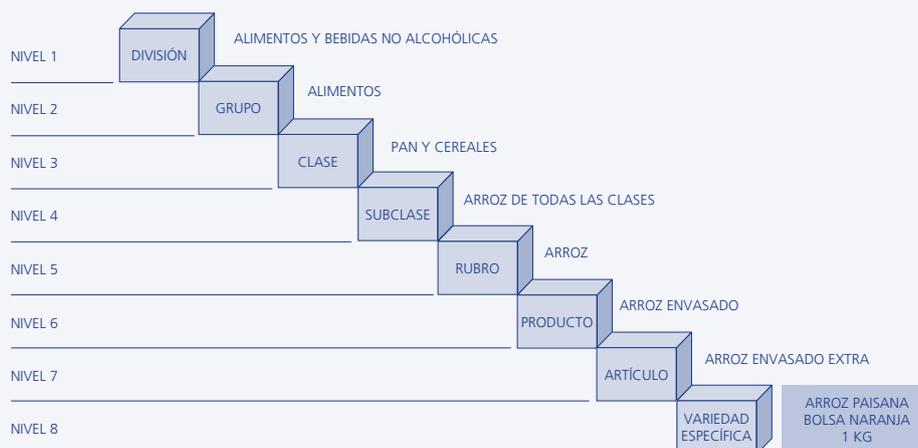


GRANDES GRUPOS

1. ALIMENTOS Y BEBIDAS
2. VESTIDO Y CALZADO
3. ALQUILER DE VIVIENDA, COMBUSTIBLES Y ELECTRICIDAD
4. MUEBLES, ENSERES Y MANTENIMIENTO DE LA VIVIENDA
5. CUIDADOS Y CONSERVACIÓN DE LA SALUD
6. TRANSPORTE Y COMUNICACIONES
7. ESPARCIMIENTO, DIVERSIÓN, SERVICIOS CULTURALES Y DE ENSEÑANZA
8. OTROS BIENES Y SERVICIOS

Fuente: INEI.

CLASIFICACIÓN DEL CONSUMO INDIVIDUAL POR FINALIDADES - CCIF



DIVISIONES

1. ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS
2. BEBIDAS ALCOHÓLICAS, TABACOS Y ESTUPEFICIENTES
3. PRENDAS DE VESTIR Y CALZADO
4. ALOJAMIENTO, AGUA, ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES
5. MUEBLES, ARTÍCULOS PARA EL HOGAR Y PARA LA CONSERVACIÓN ORDINARIA DEL HOGAR
6. SALUD
7. TRANSPORTE
8. COMUNICACIONES
9. RECREACIÓN Y CULTURA
10. EDUCACIÓN
11. RESTAURANTES Y HOTELES
12. BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS

Fuente: INEI.

ESTRUCTURA DE CONSUMO EN LIMA METROPOLITANA – 12 DIVISIONES

12 Divisiones de Consumo según CCIF	Ponderación		Dif.
	2009	Dic.21	
Alimentos y Bebidas No Alcohólicas	25,1	23,0	-2,2
Bebidas Alcohólicas, Tabaco y Estupeficientes	1,1	1,6	0,5
Prendas de Vestir y Calzado	5,5	4,2	-1,3
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y Otros Combustibles	9,2	10,6	1,4
Muebles, Artículos para el Hogar y para la Conservación de la Vivienda	5,7	5,1	-0,5
Salud	3,4	3,5	0,1
Transporte	12,6	12,4	-0,2
Comunicaciones	4,3	4,8	0,5
Recreación y Cultura	5,4	4,0	-1,4
Enseñanza	9,1	8,6	-0,5
Restaurantes y Hoteles	11,9	15,9	4,0
Bienes y Servicios Diversos	6,8	6,5	-0,3

Fuente: INEI.





ESTRUCTURA DE CONSUMO NACIONAL - 12 DIVISIONES

12 Divisiones de Consumo según CCIF	Ponderación		Dif.
	2009	Dic.21	
Alimentos y Bebidas No Alcohólicas	27,5	23,9	-3,6
Bebidas Alcohólicas, Tabaco y Estupefacientes	1,1	1,7	0,5
Prendas de Vestir y Calzado	5,8	4,6	-1,2
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y Otros Combustibles	8,3	9,6	1,3
Muebles, Artículos para el Hogar y para la Conservación de la Vivienda	5,2	4,9	-0,3
Salud	3,2	3,5	0,3
Transporte	12,4	12,2	-0,2
Comunicaciones	3,7	4,6	1,0
Recreación y Cultura	4,9	4,0	-0,9
Enseñanza	8,4	8,1	-0,3
Restaurantes y Hoteles	12,8	16,1	3,3
Bienes y Servicios Diversos	6,7	6,8	0,1

Fuente: INEI.

Considerando la clasificación en 8 grandes grupos, la nueva estructura de la canasta de consumo presenta una mayor ponderación para el grupo de Alimentos y Bebidas. Ello se debe a una mayor ponderación de los Alimentos y Bebidas fuera del Hogar (de 11,7 por ciento en la base 2009 a 15,5 por ciento en la base diciembre 2021), compensada parcialmente por una menor ponderación de los Alimentos y Bebidas dentro del Hogar (de 26,1 por ciento a 24,5 por ciento). También se observa un aumento en la ponderación de Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad, que pasa de 9,3 por ciento a 10,6 por ciento por alquiler de vivienda (de 2,4 por ciento a 4,5 por ciento). Por otro lado, cae la participación de Esparcimiento, Diversión, Servicios Culturales y de Enseñanza de 14,9 por ciento a 12,9 por ciento. El resto de grupos tiene variaciones menores.

ESTRUCTURA DE CONSUMO EN LIMA METROPOLITANA - 8 GRANDES GRUPOS

8 Grandes Grupos de Consumo -SCNN	Ponderación		Dif.
	2009	Dic.21	
Alimentos y Bebidas	37,8	40,0	2,1
Alimentos y Bebidas dentro del Hogar	26,1	24,5	-1,6
Alimentos y Bebidas fuera del Hogar	11,7	15,5	3,7
Vestido y Calzado	5,4	4,1	-1,3
Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad	9,3	10,6	1,4
Muebles, Enseres y Mantenimiento de la Vivienda	5,8	5,2	-0,6
Cuidados y Conservación de la Salud	3,7	3,7	0,0
Transportes y Comunicaciones	16,5	16,8	0,3
Esparc., Divers., Servicios Culturales y de Enseñanza	14,9	12,9	-2,1
Otros Bienes y Servicios	6,7	6,7	0,0

Fuente: INEI.

Entre 1990 y 2009, la ponderación de alimentos y energía mantuvo una tendencia decreciente, y pasó de ser la parte mayoritaria de la canasta de consumo en 1990 (65,0 por ciento) a representar menos de la mitad en 2009 (43,6 por ciento). Este resultado estaría acorde con las tendencias globales de evolución de los patrones de consumo. Así, a medida que la población incrementa su nivel de ingreso, dedica una menor proporción de este a satisfacer sus necesidades más básicas, como la alimentación. Sin embargo, el quiebre en la tendencia observado a partir de la base diciembre 2021 reflejaría un cambio de preferencias de consumo, ya que la ponderación de alimentos dentro del hogar ha mantenido una tendencia decreciente, mientras que la ponderación de alimentos fuera del hogar es la que se ha incrementado fuertemente.

Por su parte, la inflación sin alimentos y energía habría crecido en importancia entre 1990 (35 por ciento) y 2009 (56,4 por ciento). Dentro de esta categoría resalta la ponderación de servicios, que se ha mantenido creciente incluso en la base diciembre 2021, más que duplicando su ponderación (de 16,0 a 37,9 por ciento). Este aumento se debe principalmente a la mayor importancia de gastos en servicios de educación, de alquiler de vivienda, de transporte (resaltando el transporte aéreo) y servicios públicos (donde destaca el servicio telefónico y de internet) en la canasta de consumo.

PONDERACIONES EN DIFERENTES PERÍODOS BASE

	Base				
	90=100	94=100	Dic.01=100	09=100	Dic.21=100
IPC	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. IPC sin alimentos y energía	35,0	36,5	46,3	56,4	55,3
a. Bienes	19,0	17,7	21,0	21,7	17,4
b. Servicios	16,0	18,8	25,3	34,8	37,9
2. Alimentos y energía	65,0	63,5	53,7	43,6	44,7
a. Alimentos y bebidas	61,7	58,0	47,5	37,8	40,0
Alimentos y bebidas dentro del hogar	46,9	42,7	35,5	26,1	24,5
Alimentos y bebidas fuera del hogar	14,8	15,4	12,0	11,7	15,5
b. Combustibles y electricidad	3,4	5,5	6,2	5,7	4,8
Combustibles	2,6	3,3	3,9	2,8	2,1
Electricidad	0,7	2,2	2,2	2,9	2,6

Fuente: INEI.

Para el caso del IPC Nacional, en la clasificación de 8 grandes grupos, la ponderación de Alimentos y Bebidas se ha mantenido relativamente estable, pasando de 41,1 a 41,2. Ello responde a una caída de la ponderación de Alimentos y Bebidas dentro del Hogar, que casi se compensa con el aumento en Alimentos y Bebidas fuera del Hogar. La ponderación del grupo de Alquiler de Vivienda Combustibles y Electricidad es la que más se ha incrementado, pasando de 8,4 a 9,7 por ciento. Los grupos cuya ponderación ha caído más son Esparcimiento, Diversión, Servicios Culturales y de Enseñanza, que pasa de 13,8 a 12,5; y Vestido y Calzado, que cae de 5,7 a 4,5 por ciento.

ESTRUCTURA DE CONSUMO NACIONAL - 8 GRANDES GRUPOS

8 Grandes Grupos de Consumo -SCCNN	Ponderación		Dif.
	2009	Dic.21	
Alimentos y Bebidas	41,1	41,2	0,1
Alimentos y Bebidas dentro del Hogar	28,5	25,5	-3,0
Alimentos y Bebidas fuera del Hogar	12,7	15,7	3,1
Vestido y Calzado	5,7	4,5	-1,2
Alquiler de Vivienda, Combustibles y Electricidad	8,4	9,7	1,3
Muebles, Enseres y Mantenimiento de la Vivienda	5,4	5,0	-0,3
Cuidados y Conservación de la Salud	3,4	3,7	0,3
Transportes y Comunicaciones	15,6	16,4	0,8
Esparc., Divers., Servicios Culturales y de Enseñanza	13,8	12,5	-1,3
Otros Bienes y Servicios	6,7	7,0	0,4

Fuente: INEI.

En cuanto a la cobertura del índice de precios, tanto a nivel de Lima como nacional, se ha incrementado el número de establecimientos encuestados y el número de productos que forman parte de la encuesta mensual para el cálculo del IPC. Para el caso de Lima Metropolitana el número de establecimientos se incrementó en 24 por ciento, pasando de 3 238 a 4 001. Por su parte, en el caso del IPC Nacional, el número de establecimientos se incrementó en 35 por ciento, pasando de 4 969 a 6 699. Con respecto





a los productos, para el IPC de Lima Metropolitana el número se incrementó en 10 por ciento, pasando de 532 a 586, y para el IPC Nacional se incrementó en 4 por ciento, de 768 a 801 productos. Se añaden nuevos servicios como *streaming* y *delivery* de comida.

Se ha realizado una revisión metodológica de las fórmulas de agregación de precios de variedades elementales. En el caso de la agregación de variedades, anteriormente se utilizaba el promedio aritmético para variedades homogéneas (Índice de Dutot) y el promedio geométrico para variedades heterogéneas (Índice de Jevons). Ahora, se ha optado por tratar a todas las variedades como heterogéneas, ya que los precios entre variedades de un mismo producto considerado como homogéneo (por ejemplo, alimentos perecibles agrícolas) pueden diferir mucho, por lo cual utilizar el promedio aritmético podría generar sesgos.

Se ha revisado la fórmula de agregación del índice, de modo que se utilice la fórmula de Laspeyres en 2 etapas, lo cual permite agregar artículos e informantes de manera inmediata. Para el encadenamiento de los índices en el tiempo, se toma el valor del índice de cada rubro en el periodo anterior como dado, y solo se le imputa la variación de los precios con respecto al periodo anterior. De este modo, ante cambios de artículos e informantes, estos se pueden agregar sin tener que esperar a una nueva actualización de la canasta.

La nueva metodología incluye la utilización de métodos de ajuste de calidad explícitos como el método de costo de factores y regresiones hedónicas. Para el caso de vehículos se utiliza el método de costo de factores, donde se añade al precio del nuevo modelo el costo de cualquier mejora con respecto al modelo anterior. Por su parte, para los ajustes de calidad para productos tecnológicos, como televisores, celulares, laptops, entre otros, se utilizan regresiones hedónicas donde se captura la variación propia del precio, excluyendo el impacto de cambios en las características de los productos.

La nueva metodología no considera el cálculo de alquileres imputados, ya que ello implicaría una fuerte distorsión en el cálculo de la inflación con respecto a los datos históricos. Algunos países como Estados Unidos incluyen el cálculo de alquileres imputados para personas que habitan su propia vivienda, sin embargo, esta no es una práctica ampliamente adoptada, por lo cual el INEI optó por no incluirlo.