



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2023

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

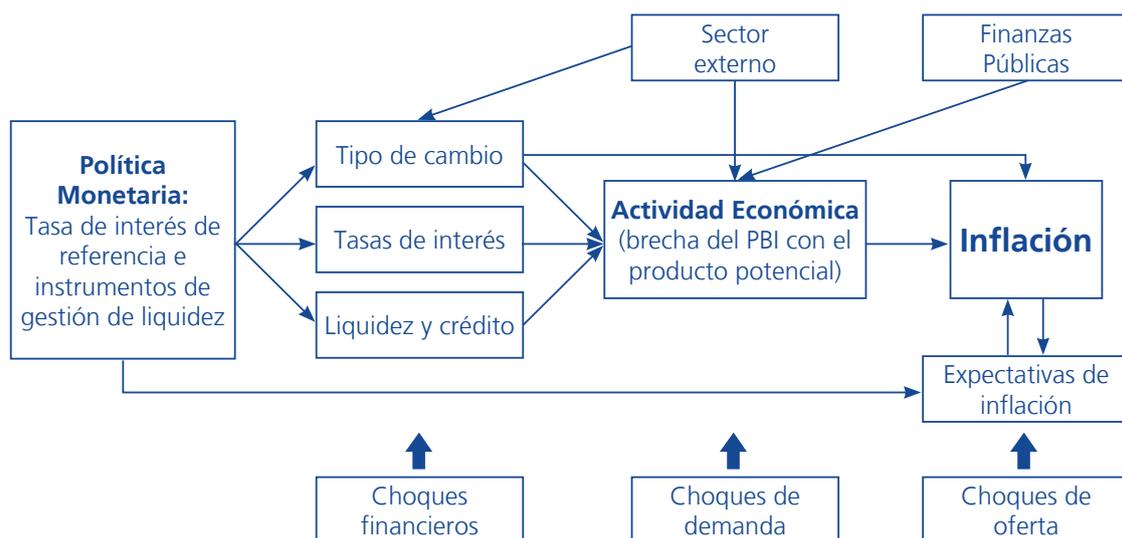


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2024

Setiembre 2023



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2024

Setiembre 2023

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Evolución reciente de la inflación	16
- Respuestas de política monetaria y fiscal	19
- Perspectivas de la economía global	21
- Mercados financieros internacionales.....	22
- Precios de los <i>commodities</i>	27
II. Balanza de pagos	36
- Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	37
- Cuenta corriente.....	40
- Cuenta financiera	42
- Reservas Internacionales Netas	44
III. Actividad económica	45
- PBI sectorial	45
- PBI gasto.....	51
IV. Finanzas públicas.....	75
- Ingresos corrientes.....	77
- Gastos no financieros.....	78
- Postura fiscal.....	79
- Financiamiento y deuda	79
V. Política monetaria y condiciones financieras	83
- Acciones de política monetaria.....	83
- Mercado cambiario.....	93
- Liquidez.....	98
- Crédito al sector privado.....	100
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	116
- Evolución reciente de la inflación	116
- Proyecciones.....	120
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	123

Recuadros

1. Impacto de la inestabilidad social en la actividad económica de los últimos años.... 59
2. Desafíos para elevar el crecimiento potencial de la economía peruana 64
3. Persistencia de la pobreza y dinámica del empleo
4. Efecto de los nuevos feriados sobre la economía
5. La evolución reciente de la Tasa Natural de Interés en el Perú
6. Medición del ciclo crediticio después de la pandemia del COVID-19
7. Efectos dinámicos de la política monetaria sobre la curva de rendimiento

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

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación (un rango entre 1 y 3 por ciento) busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde 2003, el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos, y por distintos canales, a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones significativas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte de Inflación incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2023-2024, que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que puedan desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 7 de setiembre de 2023.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 22 de diciembre de 2023.



Resumen

- i. La **actividad económica mundial** ha experimentado un crecimiento mayor al previsto en el Reporte de Inflación de junio durante el segundo trimestre del año, debido principalmente a la evolución del sector servicios en las principales economías desarrolladas. Por ello, la proyección de crecimiento mundial para 2023 se ha revisado al alza, de 2,5 a 2,8 por ciento. En contraste, para 2024 se prevé un crecimiento global levemente más bajo, de 2,8 a 2,7 por ciento, lo que obedece mayormente a un menor ritmo de expansión de China.
- ii. Los **términos de intercambio** cayeron 0,7 por ciento interanual en el primer semestre, aunque se mantienen en niveles favorables y por encima de lo observado antes de la pandemia. Este descenso se dio en un contexto de crecimiento del sector inmobiliario de China menor al previsto y un deterioro de las perspectivas de demanda de este país, así como una política más restrictiva por parte de los bancos centrales, hechos que afectaron el precio de los principales metales industriales.

Respecto al Reporte previo, se prevé un menor incremento de los términos de intercambio en 2023 (de 3,7 por ciento a 3,0 por ciento) y 2024 (de 2,5 por ciento a 1,3 por ciento). La revisión de 2023 se explica por una caída en la tasa de crecimiento esperada de los precios de exportación —fundamentalmente de metales como el cobre, zinc y oro—, acorde con las perspectivas de crecimiento de China y con mayores expectativas de que la Fed mantenga su tasa de política monetaria en niveles más altos en el horizonte de proyección. En tanto, para 2024 la corrección se debe a precios de importación más elevados, principalmente del petróleo, reflejo de los recortes de producción que han venido ocurriendo en el año.

- iii. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos disminuyó de un déficit de 4,0 por ciento del PBI en 2022 a uno de 1,9 por ciento acumulado en los últimos cuatro trimestres a junio de 2023. La evolución respondió a la reducción del valor de las importaciones, asociada a la menor demanda interna y la caída del precio de los alimentos, las utilidades más bajas de empresas con inversión directa extranjera y los flujos más elevados de remesas provenientes del exterior. Dada esta evolución y la menor previsión para la demanda interna y los términos de intercambio, se revisa a la baja el déficit de cuenta corriente de 1,9 a 1,3 por ciento del PBI para 2023 y de 1,3 a 1,2 por ciento para 2024.
- iv. La **actividad económica nacional** se contrajo 0,5 por ciento en el primer semestre de 2023, resultado que se caracterizó principalmente por la contracción de la inversión privada y una desaceleración pronunciada del consumo privado, en un contexto de conflictos sociales y baja confianza del consumidor y empresarial. La reducción del gasto privado afectó la actividad de los sectores manufactura, construcción y servicios, observándose al mismo tiempo un uso de inventarios, principalmente de empresas mineras y manufactureras. Asimismo, factores climatológicos impactaron directamente en la producción de los sectores agropecuario, pesquero y su manufactura asociada.

Los choques de oferta que afectaron la producción en el primer semestre tuvieron un impacto mayor al previsto. Además, se observa que la confianza empresarial no se ha recuperado





de acuerdo con lo esperado, lo que reduciría el dinamismo de la actividad no primaria. Aunado a ello, la persistencia de condiciones cálidas fuertes tendría un impacto negativo en la producción agropecuaria y pesquera en lo que resta del año. En consecuencia, la proyección de crecimiento de 2023 se revisa significativamente a la baja, de 2,2 a 0,9 por ciento.

Se espera que la actividad económica se recupere en 2024 y crezca a una tasa de 3,0 por ciento, sustentada en la reversión parcial de los choques de oferta y la recuperación de la demanda interna y los sectores no primarios, en un escenario de estabilidad sociopolítica y macroeconómica con inflación baja que favorezcan la confianza empresarial y de los consumidores. La proyección del presente Reporte asume condiciones cálidas fuertes hasta diciembre de 2023 y un Fenómeno El Niño (FEN) global y costero moderados en el primer trimestre de 2024.

- v. El **déficit fiscal** aumentó de 1,7 por ciento en 2022 a 2,6 por ciento del PBI acumulado en los últimos 12 meses a agosto de 2023, debido al deterioro de los ingresos corrientes. Dado un panorama de menor crecimiento económico y precios de exportación más bajos, se revisa al alza el déficit fiscal a los límites dispuestos por la regla fiscal de 2,4 y 2,0 por ciento del PBI en 2023 y 2024, respectivamente.

Se espera que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumente de 21,0 a 21,7 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, para finalmente ubicarse en 22,4 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Se prevé que la **deuda bruta** continúe con la tendencia decreciente y se ubique en 32,8 por ciento en 2024.

- vi. En setiembre de 2023, el Directorio del BCRP decidió reducir la **tasa de interés de referencia** en 25 pbs. a 7,50 por ciento, enfatizando que esta decisión no necesariamente implica un ciclo de sucesivas reducciones en la tasa de interés. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes. Previamente, el Directorio del BCRP acordó elevar la tasa de referencia en 25 puntos básicos a 7,75 por ciento en enero de 2023 y luego, entre febrero y agosto, decidió mantenerla inalterada. En agosto el BCRP retiró del comunicado de política monetaria la mención que indicaba que esta decisión no necesariamente implica el fin del ciclo de alzas en la tasa de interés.
- vii. El **crédito al sector privado** registró una expansión de 0,2 por ciento en términos anuales en julio de 2023 (4,6 por ciento en 2022), lo que reflejó principalmente la evolución de la actividad económica. Hacia adelante se espera una recuperación de dicha demanda en línea con la proyección de crecimiento del PBI en el segundo semestre de 2023 y en 2024. Así, se proyecta que la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se sitúe en 1,0 y 4,0 por ciento en 2023 y 2024, respectivamente.
- viii. La tasa de **inflación** interanual aceleró su ritmo de reducción en los últimos meses: pasó de 7,89 por ciento en mayo a 5,58 por ciento en agosto. La caída se debe a la corrección en algunos precios de alimentos como carne de pollo, pescado fresco y papa, a la caída interanual de los precios de la energía y a la reducción de la inflación sin alimentos y energía (de 5,11 a 3,81 por ciento en el mismo periodo). Los indicadores tendenciales de inflación mantuvieron una trayectoria decreciente, aunque aún se sitúan por encima del rango meta.

Se espera una tasa de inflación de 3,8 por ciento a fines de 2023, lo cual implica una revisión al alza respecto a lo esperado en el Reporte de junio (3,3 por ciento). Esta revisión se debe a los eventos climáticos adversos que afectan los precios de los alimentos de forma transitoria. Respecto a la inflación tendencial, medida por la variación interanual de los precios sin alimentos y energía, se estima que retornaría al rango meta hacia fines del presente año. De esta forma, la inflación se reducirá en el horizonte de proyección y cerrará en 2,4 por ciento en 2024.

- ix. Se reduce el sesgo al alza del **balance de riesgos para la proyección de inflación** en relación con el Reporte anterior. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) la ocurrencia de un FEN fuerte o severo en el verano de 2024, que podría afectar el abastecimiento de productos perecibles agrícolas y por tanto sus precios; (ii) el advenimiento de nuevos episodios de inestabilidad sociopolítica, que deteriorarían las perspectivas del gasto privado y moderarían la tendencia decreciente esperada de la inflación; (iii) la desaceleración del crecimiento global por condiciones financieras más restrictivas, menor crecimiento en China y nuevos problemas en la cadena de suministros que implicarían una menor demanda de exportaciones; (iv) la intensificación de las tensiones geopolíticas, que podrían exacerbar y prolongar la actual crisis energética y alimentaria; y (v) presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política, o por el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

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

RI: Reporte de Inflación

* Proyección.

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

I. Sector externo

1. La evolución reciente de la actividad económica ha superado lo previsto en el Reporte de Inflación de junio. A nivel de países, destaca la evolución de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas, que compensaron el deterioro de la actividad en China. A nivel de sectores, los servicios siguieron siendo el componente más dinámico, aunque parte de ese dinamismo se tradujo también en la persistencia de las presiones inflacionarias. De acuerdo con estos desarrollos, la proyección de crecimiento mundial para 2023 se ha revisado al alza (de 2,5 a 2,8 por ciento).

Para el horizonte de proyección, se espera una desaceleración de la economía global: algunos indicadores de frecuencia mensual sugieren una moderación en la actividad del sector servicios a partir del tercer trimestre. El impacto rezagado de la política monetaria sobre las condiciones financieras y crediticias, las menores ganancias en el mercado laboral, la reducción de los excedentes de ahorro privado y la desacumulación de inventarios explican estos desarrollos.

Algunos de los factores de riesgo de este escenario central son similares a los señalados en el Reporte de junio. En particular, una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta podría implicar un ajuste adicional, o una flexibilización más lenta, en la política monetaria de los principales bancos centrales. También persiste la posibilidad de un escalamiento de las tensiones comerciales y geopolíticas a nivel global. Asimismo, a raíz de los choques en el sector inmobiliario y de otros factores, la posibilidad de una desaceleración brusca en China ha aumentado significativamente desde el último Reporte.

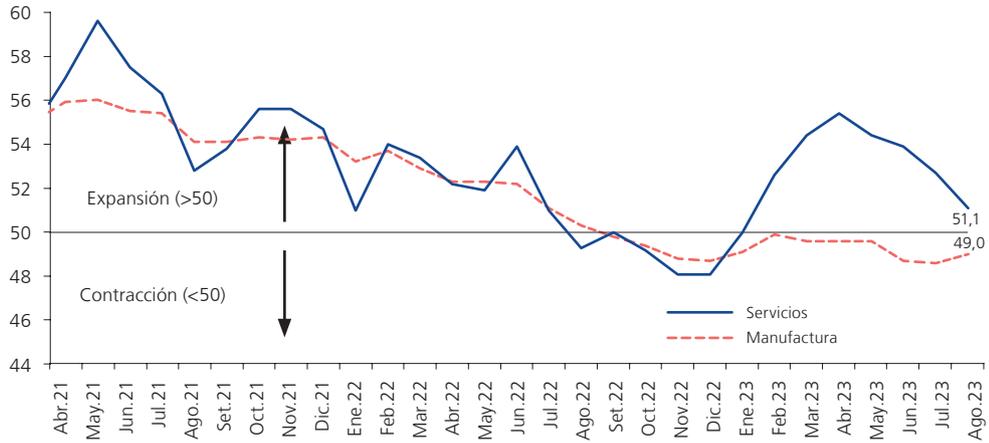
Evolución reciente de la actividad económica global

2. El **desempeño económico reciente** de la mayoría de las economías, en particular las desarrolladas, ha sido mejor a lo esperado. La resiliencia de la economía se ha visto apoyada por el crecimiento del sector servicios y por la fortaleza del mercado laboral. Sin embargo, algunos indicadores sugieren un dinamismo algo menor a partir del tercer trimestre.

Los datos de actividad muestran que, en términos generales, la economía mundial se mostró resiliente frente a diversos choques como el ajuste de las condiciones monetarias, los altos precios de la energía y las tensiones geopolíticas, entre otras. Al igual que en los primeros meses del año, el sector servicios fue el que explicó esta evolución: el índice global de servicios se ha mantenido en zona de expansión por octavo mes consecutivo.



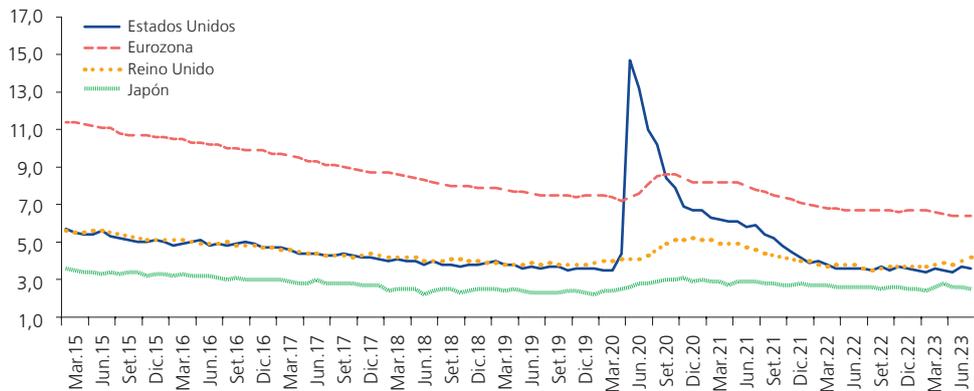
Gráfico 1
PMI GLOBAL: ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL
DE LOS SECTORES MANUFACTURA Y SERVICIOS
 (Índice de difusión)



Fuente: S&P Global.

Las condiciones favorables del mercado laboral apoyaron esta dinámica. En las economías desarrolladas la tasa de desempleo se mantuvo cerca de los niveles mínimos históricos y la creación de empleo, aunque a un ritmo menor, fue mayor a la esperada.

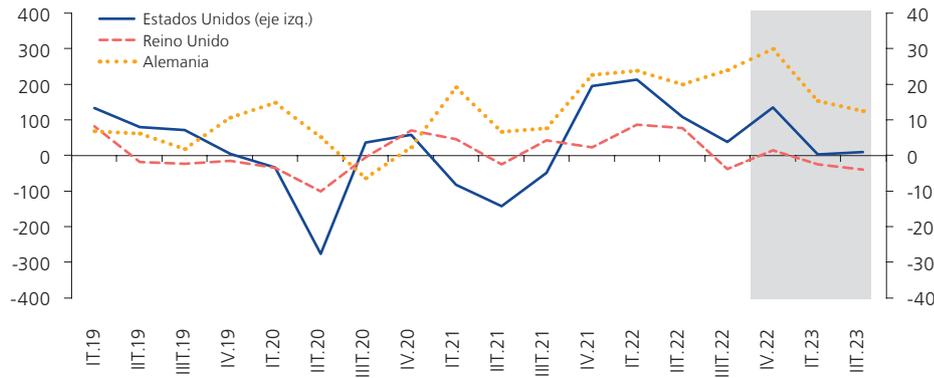
Gráfico 2
TASA DE DESEMPLEO: 2015-2023
 (En Porcentaje)



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Por su parte, el sector manufacturero siguió afectado por la marcada desaceleración de China, las tensiones geopolíticas y el menor comercio mundial. Otro factor importante –presente este año– ha sido la menor acumulación o reducción de inventarios. Durante el período de recuperación económica de 2021 y 2022, muchas economías registraron una acumulación de inventarios que, en el contexto actual de menor demanda y de expectativas de menor crecimiento global, viene siendo revertida.

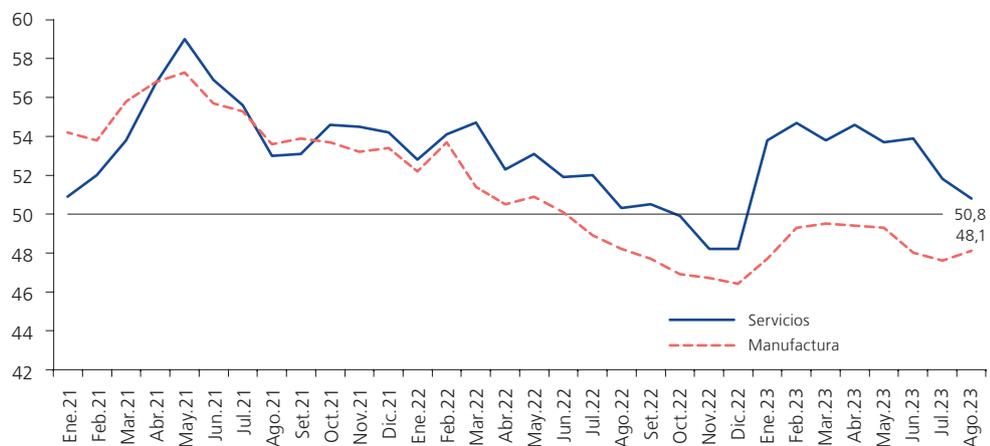
Gráfico 3
VARIACIÓN DE INVENTARIOS
(En miles de millones, monedas de cada país)



Fuente: US Bureau of Economic Analysis; Office for National Statistics, Federal Statistical Office.

El comportamiento diferenciado entre los sectores de servicios y de manufactura se ha mantenido en lo que va del tercer trimestre. Sin embargo, a partir de junio, el sector servicios ha empezado a mostrar cierta desaceleración influido, entre otros factores, por la reducción de las nuevas órdenes y las menores presiones sobre los precios de los bienes finales e insumos.

Gráfico 4
PMI GLOBAL DE MANUFACTURA Y SERVICIOS: NUEVAS ÓRDENES, 2021-2023
(Índice de difusión)



Fuente: PMI S&P.

3. Dentro de las **economías desarrolladas**, Estados Unidos ha mostrado indicadores positivos, aunque con cierta desaceleración en los meses de julio y agosto. El crecimiento del segundo trimestre —tasa desestacionalizada en términos anuales de 2,1 por ciento— ha sido mayor al del periodo previo y la probabilidad de una contracción en la actividad hacia fines de 2023 o inicios de 2024 se ha reducido respecto a lo previsto en el Reporte de junio. Dentro de los factores que explican este desempeño destacan la fortaleza del mercado laboral, el incremento del gasto público y el aumento de la inversión privada asociada a las medidas dictadas por



el gobierno para incrementar la competitividad (Inflation Reduction Act y CHIPS Act). Esta evolución también está siendo favorecida por una desaceleración del mercado inmobiliario menor a la prevista, a pesar de la elevación de las tasas de interés hipotecarias.

Por su parte, el crecimiento del PBI en la eurozona ha sido ligeramente mejor al previsto: el desempeño de Francia y España compensan el estancamiento de la economía alemana, particularmente afectada por la evolución de la manufactura y por el menor dinamismo del comercio exterior. En el Reino Unido, el consumo de servicios y, en menor medida, de bienes, permitieron un desempeño mejor al previsto, a pesar de las alzas de tasas de interés ante la alta inflación (la mayor entre las principales economías desarrolladas). En Japón se ha visto un mayor ritmo de expansión por el fuerte impulso de las exportaciones netas y del turismo, asociado en parte a la depreciación del yen.

Cuadro 1
PMI DE MANUFACTURA Y SERVICIOS
(Índice de difusión)

	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23
PMI Manufactura									
India	57,8	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8	57,7	58,6
Japón	48,9	48,9	47,7	49,2	49,5	50,6	49,8	49,6	49,6
China	49,0	49,2	51,6	50,0	49,5	50,9	50,5	49,2	51,0
EUA	46,2	46,9	47,3	49,2	50,2	48,4	46,3	49,0	47,9
Brasil	44,2	47,5	49,2	47,0	44,3	47,1	46,6	47,8	50,1
PERU	45,3	47,0	49,3	47,9	47,8	47,1	46,5	45,3	43,0
Francia	49,2	50,5	47,4	47,3	45,6	45,7	46,0	45,1	46,0
Italia	48,5	50,4	52,0	51,1	46,8	45,9	43,8	44,5	45,4
Alemania	47,1	47,3	46,3	44,7	44,5	43,2	40,6	38,8	39,1
PMI Servicios									
India	58,5	57,2	59,4	57,8	62,0	61,2	58,5	62,3	60,1
Japón	51,1	52,3	54,0	55,0	55,4	55,9	54,0	53,8	54,3
China	48,0	52,9	55,0	57,8	56,4	57,1	53,9	54,1	51,8
EUA	44,7	46,8	50,6	52,6	53,6	54,9	54,4	52,3	50,5
Brasil	51,0	50,7	49,8	51,8	54,5	54,1	53,3	50,2	50,6
PERU	49,9	48,7	53,5	52,9	55,9	55,2	53,7	51,5	49,5
Francia	49,5	49,4	53,1	53,9	54,6	52,5	48,0	47,1	46,0
Italia	49,9	51,2	51,6	55,7	57,6	54,0	52,2	51,5	49,8
Alemania	49,2	50,7	50,9	53,7	56,0	57,2	54,1	52,3	47,3

Fuente: PMI S&P.

Expansión > 50

Contracción < 50

Cuadro 2
PRINCIPALES ECONOMÍAS: CRECIMIENTO TRIMESTRAL
(Var. % de la serie desestacionalizada)

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

Fuente: OCDE.

* Tasa de crecimiento trimestral implícita con un crecimiento anualizado de 2,1% en el 2T.23

- A diferencia de la mayoría de las economías desarrolladas, la **evolución de China** ha estado por debajo de lo esperado. Tras el dinamismo observado a comienzos de año, como consecuencia de la reapertura de la economía, el crecimiento económico se ha ralentizado. A nivel sectorial, servicios ha experimentado una desaceleración importante, mientras que la actividad industrial continúa en zona de contracción.

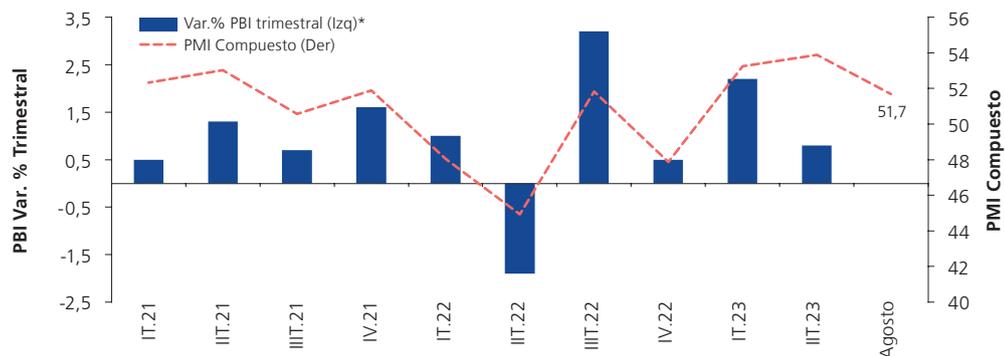
Esta evolución refleja tanto una menor demanda externa como una expansión de la demanda interna más baja. La demanda externa se ha visto afectada por la evolución del comercio exterior y el deterioro de la actividad manufacturera a nivel global, proceso que ha estado acompañado de menores flujos de inversión directa extranjera.

Por su parte, la demanda interna refleja un débil consumo doméstico—las ventas minoristas registraron en julio la primera contracción mensual del año—y un desarrollo desfavorable de la inversión, en particular de la inversión en construcción. Recientemente, la economía china enfrenta mayor tensión en el mercado inmobiliario evidenciada en la caída de las ventas, escasez de liquidez y una serie de incumplimientos de pagos por parte de desarrolladores. A los impagos de Evergrande se sumó, recientemente, los problemas financieros de la empresa Country Garden y los temores sobre su posible contagio al sistema financiero.

Estos desarrollos en la actividad han estado acompañados de bajas tasas de inflación que, incluso, alcanzaron niveles negativos en julio. A las menores presiones de la demanda interna y disminución de la confianza de los consumidores, se suma la reversión de algunos choques de oferta como el aumento del precio del cerdo y otros alimentos.

En este contexto, el gobierno chino ha anunciado una serie de estímulos que buscarían impulsar la oferta (créditos, acceso a bienes domésticos, exenciones tributarias a empresas) y, en menor medida, estimular la demanda interna. Por otro lado, en agosto el banco central redujo en 10 puntos básicos la tasa de interés a 1 año (tasa referencial para el consumo), pero mantuvo la tasa de interés a 5 años (que influye más sobre el mercado inmobiliario). Se estima que estas reducciones de tasas tendrían un impacto marginal sobre el consumo dada la magnitud de estas y dado el alto nivel de endeudamiento de las familias.

Gráfico 5
CHINA: TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI TRIMESTRAL Y PMI COMPUESTO
(Var. % e índice de difusión, en cada caso)



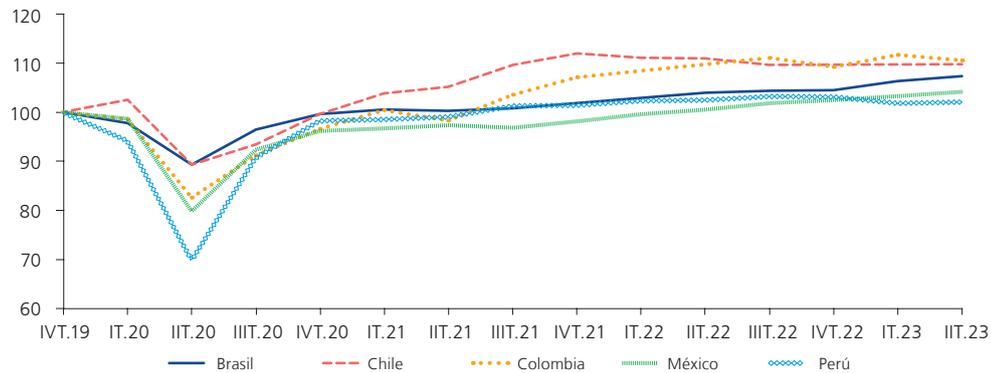
*Variación respecto al trimestre previo.
Fuente: NBSC y S&P Global.

- En el caso de las **economías de América Latina**, la actividad ha observado un dinamismo diferenciado a nivel de países. En algunos países—como Brasil, México, Colombia y Chile— los indicadores se han revisado al alza de acuerdo con los datos ejecutados en un contexto de mejora en el crecimiento mundial (en particular en Estados Unidos), elevación del precio del petróleo y reducción de la incertidumbre asociada a choques idiosincráticos. Por el contrario, el crecimiento de Argentina ha estado por debajo de lo esperado por las medidas tomadas frente a la inflación, por la incertidumbre sobre el proceso electoral de octubre y por el impacto de las condiciones climáticas sobre el sector agrícola.



México ha sido uno de los países más favorecidos por el entorno internacional. El desempeño de Estados Unidos y las tensiones comerciales de este país con China, han favorecido a su sector exportador. En Brasil, además, ha influido la evolución de su sector agrícola con cosechas récord en algunos productos.

Gráfico 6
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)



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

Evolución reciente de la inflación

- Luego de la reducción sostenida hasta junio, la **inflación global** mostró en julio una ligera tendencia al alza. Este aumento se explica por la mayor inflación en Estados Unidos y en algunas economías emergentes (Turquía, Rusia y Brasil) que fue compensada por la caída de precios en China y la menor inflación de Alemania y Reino Unido.

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



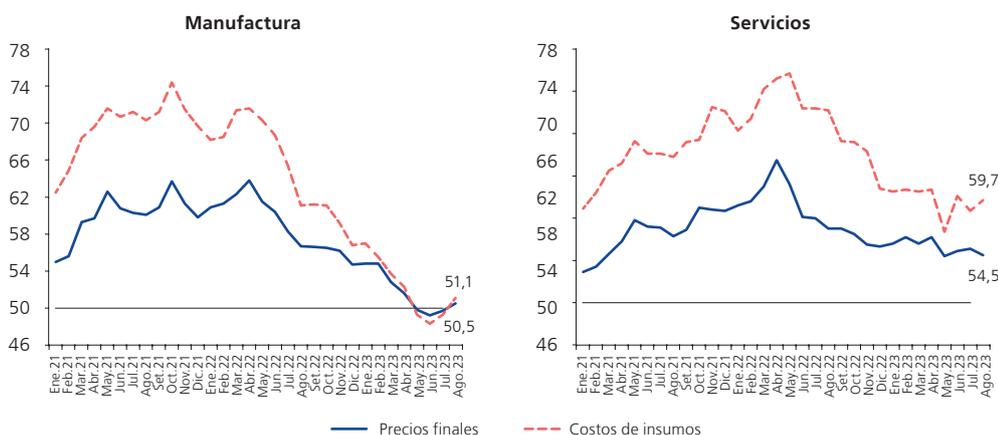
	Set.22	Oct.22	Nov.22	Dic.22	Ene.23	Feb.23	Mar.23	Abr.23	May.23	Jun.23	Jul.23
Global	9,1	8,9	8,5	8,1	8,1	7,7	6,7	6,2	5,8	5,3	5,6
Desarrollados	7,4	7,5	7,1	6,7	6,6	6,3	5,3	5,3	4,6	3,9	3,9
Emergentes	10,3	9,9	9,5	9,1	9,3	8,8	7,7	6,9	6,6	6,3	6,8
Desarrollados sin EUA	6,9	7,4	7,1	6,9	6,8	6,5	5,6	5,6	5,1	4,6	4,4
Emergentes sin China	15,6	15,5	15,0	14,2	14,3	14,2	12,6	11,6	11,0	10,6	11,8

Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Al igual que en los meses precedentes, las mayores presiones inflacionarias se observan en el sector servicios debido a la recomposición de la demanda luego de la pandemia y a una escasez de mano de obra.

Los componentes del PMI global de manufactura, vinculados a precios e insumos, muestran una disminución importante en los últimos meses ubicándose alrededor del umbral de 50. Por el contrario, en el caso de servicios estos índices son significativamente mayores, a pesar de cierta desaceleración en los últimos meses.

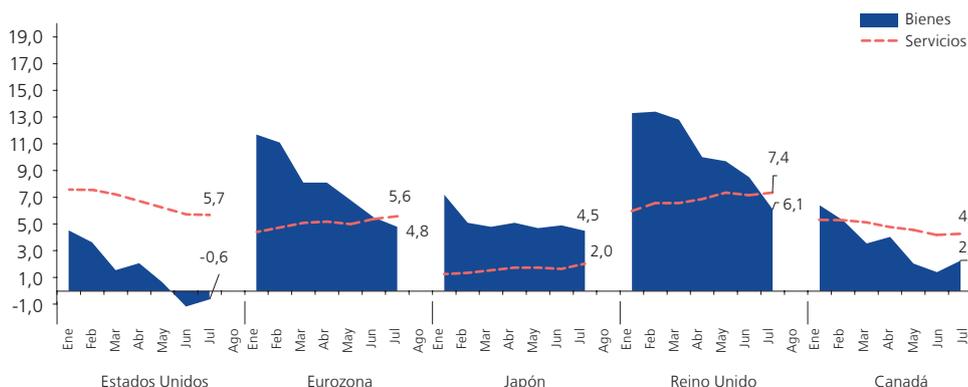
Gráfico 8
PMI GLOBAL: PRECIOS FINALES Y COSTOS DE INSUMOS



Fuente: S&P Global.

Este patrón se observa tanto en la mayoría de las economías desarrolladas como en las emergentes. En el primer caso, como se observa en el siguiente gráfico, las presiones inflacionarias de los servicios han tenido una tendencia al alza que contrarresta la fuerte caída de la inflación de bienes (eurozona, Japón y Reino Unido) o han tenido una reducción mucho más lenta (Estados Unidos y Canadá).

Gráfico 9
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS
(Var. % últimos doce meses)

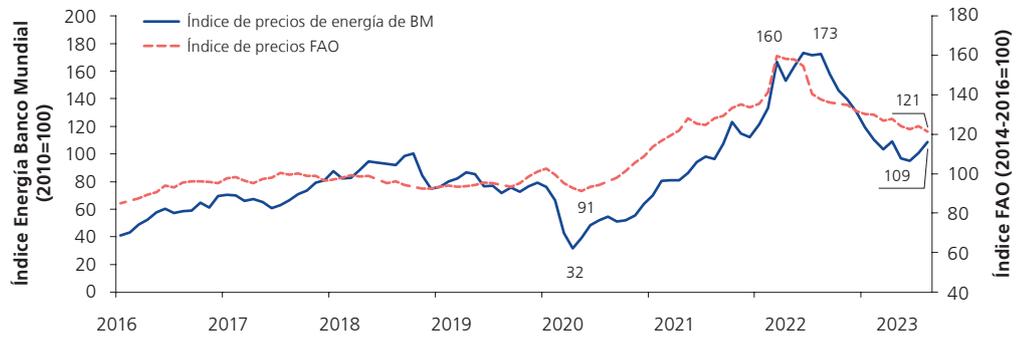


Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.



Por el contrario, los precios de los alimentos y de la energía se han reducido. Así, a agosto de 2023, los precios de los alimentos y energía registran, en los últimos doce meses, una caída de 11,8 y 37,1 por ciento, respectivamente.

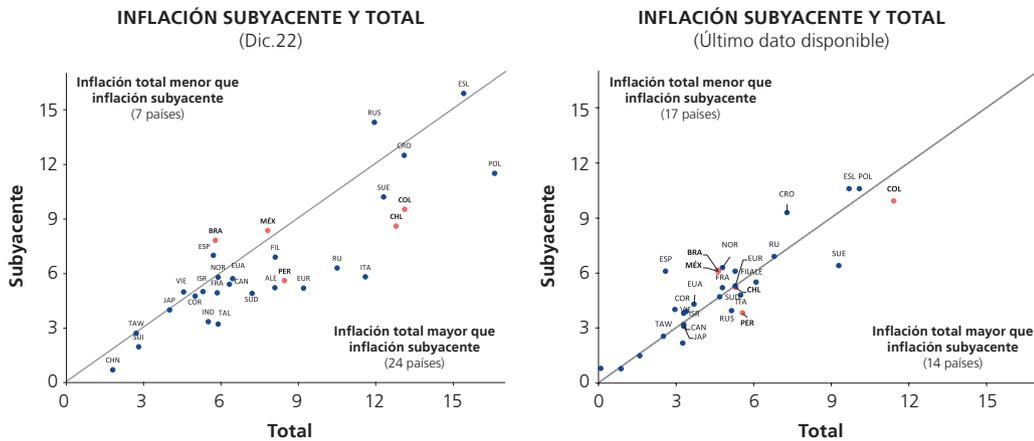
Gráfico 10
**ÍNDICE DE PRECIOS DE ENERGÍA DEL BANCO MUNDIAL
 E ÍNDICE DE PRECIOS FAO**



Fuente: Banco Mundial y FAO.

Esta mayor caída en la inflación total ha llevado a que –en varios casos– la inflación total se ubique por debajo de la inflación subyacente, a diferencia de lo observado a fines de 2022. En Estados Unidos, por ejemplo, el componente total se ubica por debajo del subyacente desde marzo.

Gráfico 11



	Dic.22	Mar.23	Jul.23	Último dato disponible
Inflación total mayor que inflación subyacente	24	18	11	14
Inflación total menor que inflación subyacente	7	13	20	17

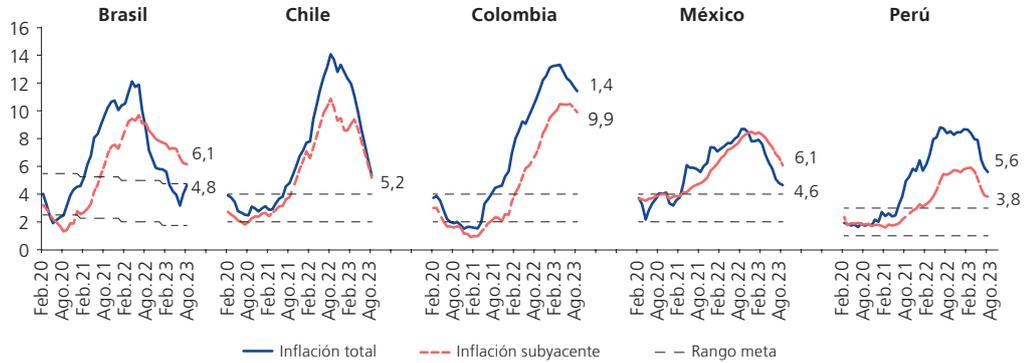
Nota: muestra de 31 países (o regiones): Brasil, Chile, Colombia, Perú, Canadá, México, Estados Unidos, Eurozona, Croacia, Polonia, Rusia, Eslovaquia, Francia, Alemania, Italia, Noruega, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, China, Indonesia, Japón, Filipinas, Corea del Sur, Tailandia, Vietnam, Israel, Irak y Sudáfrica.

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

En el caso de los países de la región, se tuvo un comportamiento similar. La inflación total ha caído en mayor magnitud que la inflación subyacente, aunque los últimos datos señalan una normalización generalizada. Como se señaló en el Reporte de junio, en los casos de Brasil

y México, países que adoptaron medidas puntuales para reducir el precio de la energía, la inflación subyacente permanece por encima de la inflación total.

Gráfico 12
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2023
(En porcentaje)



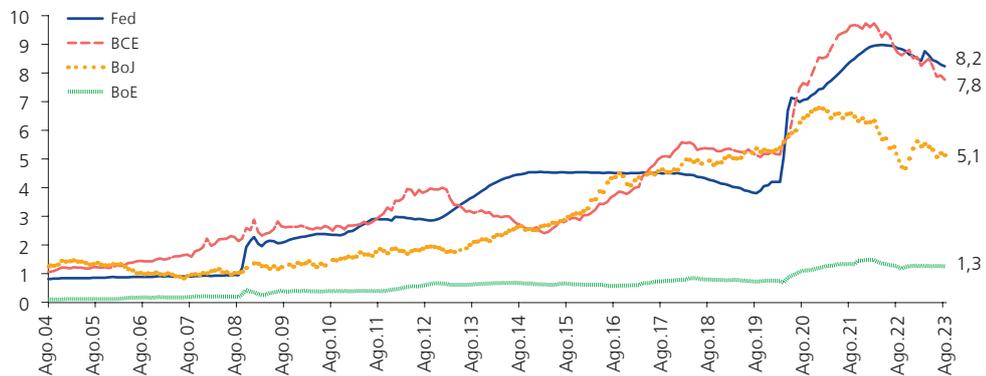
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

Respuestas de política monetaria y fiscal

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

En julio la Fed realizó la cuarta alza de 25 pbs. en el año, con lo que la tasa se ubicó en un rango entre 5,25 y 5,50 por ciento. Alzas de 25 pbs. también fueron realizadas por el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá. La excepción fue el Banco de Japón que mantuvo la tasa de interés en -0,1 por ciento, pero señaló cierta flexibilización en la política de control de la curva de rendimiento.

Gráfico 13
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Billones de US\$)



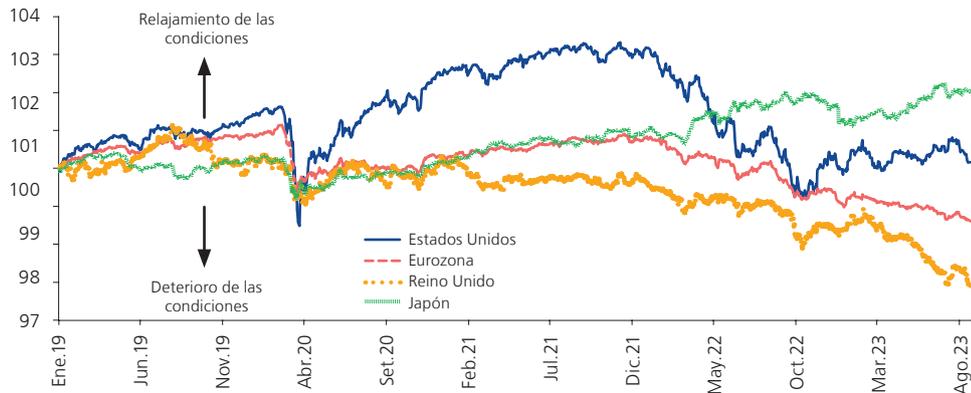
Fed = Reserva Federal, BCE = Banco Central Europeo, BOJ = Banco de Japón, BoE = Banco de Inglaterra.
Fuente: Bancos centrales y FMI.

Asimismo, los bancos centrales continuaron con la disminución de sus activos a través de la reducción de la tenencia de títulos financieros. En todos los casos, el tamaño de los activos es muy superior al observado previo a la pandemia del COVID-19.



En línea con el ajuste de la política monetaria, las condiciones financieras continuaron ajustándose, en particular en la eurozona y Reino Unido. En Estados Unidos se observó cierta mejora respecto a los primeros meses del año, cuando se registró la crisis de la banca regional. Sin embargo, las condiciones financieras son más estrictas que las observadas a fines de 2021, previo a los ajustes de la política monetaria de la Fed.

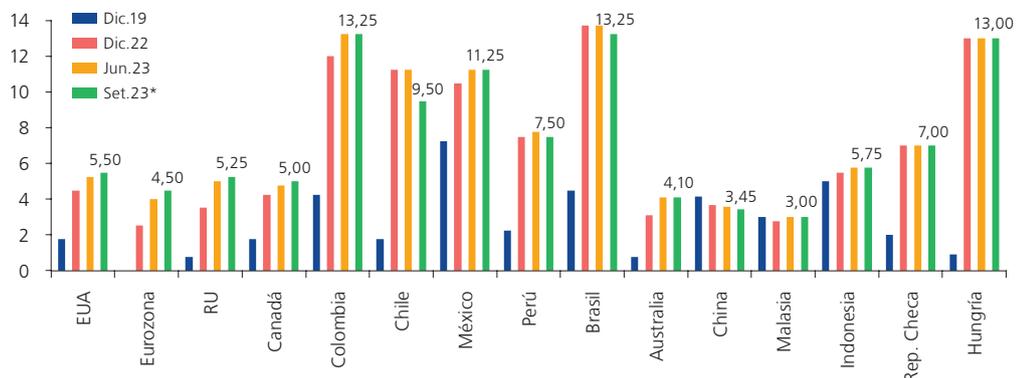
Gráfico 14
ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS
(1 de enero de 2019 = 100)



Fuente: Goldman Sachs.

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales mantuvo elevadas las tasas de interés ante la persistencia de una inflación por encima del rango meta. Se registraron pocos casos de alza de tasas que respondieron no sólo a las presiones inflacionarias sino también a presiones sobre el tipo de cambio (Rusia, Argentina y Turquía). Por el contrario, en un contexto de desaceleración e inflación negativa, China redujo sus tasas, aunque por debajo de lo esperado. En América Latina, Colombia y México mantuvieron tasas mientras que Brasil y Chile las redujeron, desde sus niveles máximos, en 50 y 25 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 15
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
(En porcentaje)



* Al 14 de setiembre.

Nota: Para el caso de Estados Unidos, los datos corresponden a la banda superior del rango de la tasa de referencia de la Fed.

Fuente: Bancos centrales, Trading Economics.

- En materia de **política fiscal**, destaca la solución al problema del límite de deuda en Estados Unidos. El Congreso aprobó suspender el límite de deuda de US\$ 31,4 billones

hasta enero de 2025 e incluir topes de gasto para los presupuestos de 2024 y 2025. Sin embargo, existe la probabilidad de una paralización de las operaciones de las agencias federales (*shutdown*) luego del 30 de setiembre dado que el Congreso aún no ha definido el presupuesto para el año fiscal 2024 (que inicia en octubre). Precisamente la falta de acuerdo sobre la política fiscal es uno de los factores tomados en cuenta en el recorte de la calificación crediticia del gobierno, de AAA a AA+, por parte de la agencia calificadora Fitch.

9. En la eurozona, como se mencionó en los Reportes previos, durante el período 2020-2022, la posición fiscal fue expansiva para hacer frente a los choques externos y proteger a los sectores vulnerables de la región. Ello generó una carga adicional a las finanzas públicas.

En lo que va del año, la consolidación fiscal ya ha comenzado, con el fin de aminorar los mayores costos de endeudamiento fiscal y el efecto de la inflación persistente. La estrategia de consolidación fiscal apunta a fortalecer la sostenibilidad fiscal, reconstruir las reservas fiscales, favorecer un mayor crecimiento sostenible, así como facilitar reformas estructurales (en sectores como la transición verde y digital y capacidades de defensa).

En ese sentido, en junio, las autoridades de la Unión Europea acordaron recomendaciones fiscales específicas y diferenciadas por países miembros para lo que resta del año y para el próximo. Así, se siguieron introduciendo medidas para reducir el apoyo a los sectores de energía, utilizando los ahorros relacionados para reducir los déficits públicos lo antes posible en 2023 y 2024. Asimismo, en varias economías se ha continuado con los impuestos a las sobreganancias, impuesto único gravado sobre una empresa o industria cuando las condiciones económicas dan como resultado grandes ganancias inesperadas. En este contexto, por ejemplo, en los meses recientes, el gobierno de Italia anunció un nuevo impuesto a las ganancias de los bancos que generó inicialmente incertidumbre en los mercados. El impuesto proyectado inicialmente era del 0,5 por ciento de los activos, tasa que fue desmentida posteriormente cuando se anunció un impuesto no mayor del 0,1 por ciento de los activos.

Perspectivas de la economía global

10. En línea con datos ejecutados mayores a lo previsto y las señales de resiliencia en varias de las economías desarrolladas, la **proyección de crecimiento mundial** se revisa al alza para 2023 (de 2,5 a 2,8 por ciento). Destaca la revisión al alza de Estados Unidos (de 1,0 a 1,8 por ciento) que contrarresta las previsiones de un menor crecimiento de China.

Para el próximo año, la proyección de crecimiento global se revisó ligeramente a la baja de 2,8 a 2,7 por ciento, bajo el supuesto de un menor ritmo de expansión de las economías emergentes, en especial de China.

Se estima que la actividad global se desacelere en línea con los factores señalados en el Reporte de Inflación anterior. Entre ellos, se considera un menor dinamismo de la demanda interna dado el impacto rezagado de la política monetaria, las menores ganancias esperadas en el mercado laboral y la reducción de los ahorros excedentes que se generaron durante la pandemia. A ello se suma la menor acumulación de inventarios y el desempeño reciente de la economía china.





Cuadro 3
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

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

11. Al igual que en Reportes anteriores, los principales **sesgos para este escenario** introducen un riesgo a la baja en la proyección, aunque la probabilidad de una recesión en Estados Unidos se ha reducido respecto a lo previsto en el Reporte de junio. Uno de los riesgos es la convergencia más lenta de la inflación hacia su meta, lo que implicaría una política monetaria más restrictiva que la prevista para 2024. Otro riesgo se asocia a un ajuste en las condiciones financieras globales más severo asociado a potenciales deterioros en el balance de los bancos, principalmente en Estados Unidos. Otros factores de riesgos son el potencial agravamiento de las tensiones geopolíticas y un escalamiento de las tensiones comerciales, en particular entre Estados Unidos y China.

A diferencia de lo contemplado en el Reporte de Inflación de junio, también se considera la posibilidad de una desaceleración más brusca de China en caso se acentúen los problemas en el sector inmobiliario y se consolide un proceso deflacionario. La ocurrencia de El Niño global de magnitud severa también podría implicar, en especial para algunos cereales, un impacto sobre los precios que renueven las presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

Mercados financieros internacionales

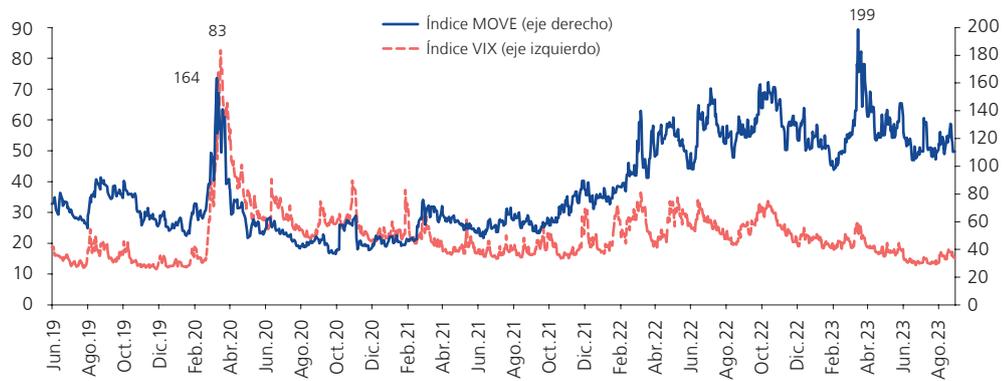
12. Desde el último Reporte de Inflación, los **mercados financieros** estuvieron influidos por eventos en las economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos y China.

En primer lugar, la publicación de diversos datos económicos en Estados Unidos reafirmó una mayor resiliencia en la economía y una convergencia más lenta de la inflación hacia su meta, en particular en el sector servicios. Ello contribuyó al aumento de las expectativas de que la Fed mantenga las tasas altas por más tiempo que lo previsto, lo que favoreció la apreciación del dólar (a partir de julio) y el aumento en los rendimientos soberanos.

Por otro lado, los mercados de renta variable se vieron particularmente afectados por los temores sobre el crecimiento de China. A ello se sumaron algunos eventos crediticios como el recorte de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de Fitch y las posteriores reducciones en las calificaciones de diversos bancos medianos por parte de S&P y Moody's. En el plano geopolítico, persistieron las tensiones derivadas de la guerra en Ucrania y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, en particular en lo referido a sectores tecnológicos claves. Sin embargo, las bolsas de Estados Unidos fueron la excepción y registraron alzas por los resultados corporativos del segundo trimestre por encima de lo previsto e indicadores económicos positivos.

Como consecuencia, la aversión al riesgo estuvo contenida. En Estados Unidos, el VIX se mantuvo en 13,6 puntos con saltos hasta los 17,9 puntos. Asimismo, el MOVE, índice que recoge la volatilidad de los mercados de bonos de Estados Unidos, se redujo levemente a 108 puntos –aunque experimentó incrementos temporales hasta los 134 puntos–.

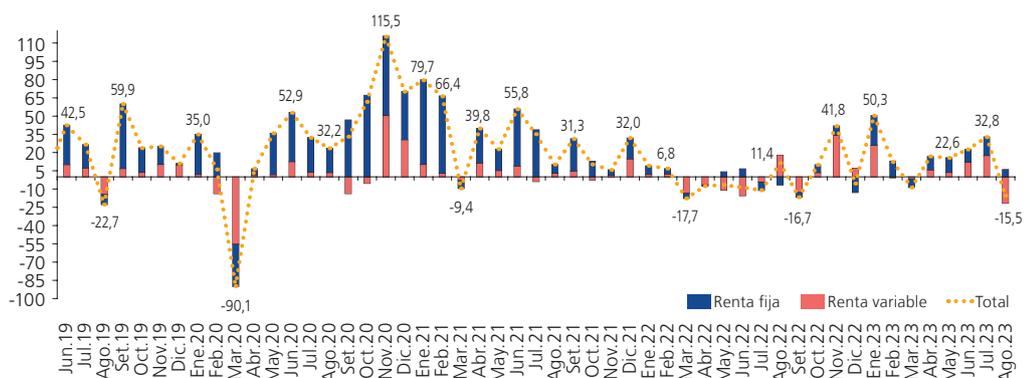
Gráfico 16
ÍNDICES DE VOLATILIDAD: VIX (BOLSA DE EUA) Y MOVE (RENDIMIENTOS SOBERANOS DE EUA)



Fuente: Reuters.

Por su parte, los capitales hacia las economías emergentes, luego de una recuperación en junio y julio, volvieron a registrar salidas en agosto, en particular en los mercados de renta variable.

Gráfico 17
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)



Nota: datos positivos (negativos) implican una entrada (salida) neta de capitales a mercados emergentes.
Fuente: IIF.



13. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de Estados Unidos aumentaron tras renovadas expectativas en torno a una política restrictiva más prolongada de la Fed, datos económicos positivos, lenta caída de la inflación y recorte en la calificación soberana.

Gráfico 18
RENDIMIENTOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS
 (En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Una tendencia similar se observó en Europa, donde se realizaron ajustes adicionales en las tasas por parte del BCE. En la mayoría de las economías emergentes, los rendimientos también se incrementaron reflejo de la menor demanda por estos activos en un contexto de temores sobre el crecimiento de China y de expectativas de mayores tasas de interés a nivel global.

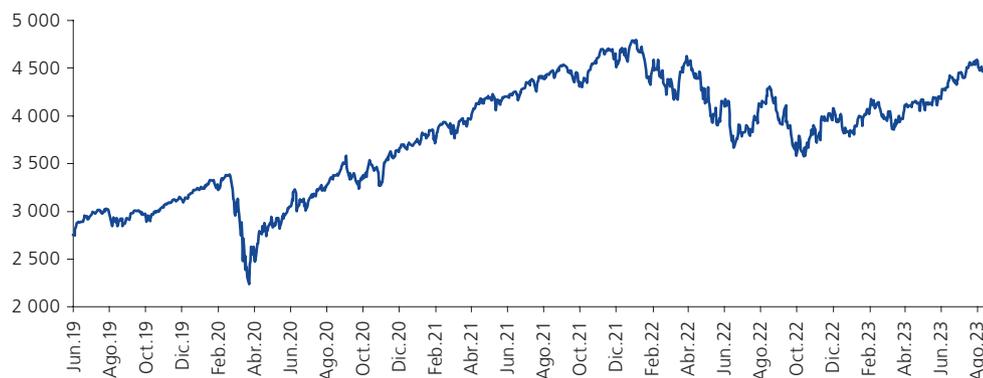
Cuadro 4
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
 (En porcentajes)

	Dic.22 (a)	Jun.23 (b)	Ago.23 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	3,88	3,84	4,11	27	23
Alemania	2,57	2,39	2,46	7	-11
Francia	3,11	2,93	2,98	5	-13
Italia	4,70	4,07	4,12	5	-58
España	3,65	3,38	3,48	10	-17
Grecia	4,57	3,65	3,77	12	-80
Reino Unido	3,66	4,38	4,36	-2	70
Japón	0,41	0,39	0,65	26	24
Brasil	12,69	10,63	11,17	54	-152
Colombia	13,01	10,25	10,63	38	-238
Chile	5,26	5,25	5,66	41	40
México	9,02	8,67	9,28	61	26
Perú	7,97	6,90	6,77	-13	-120
Sudáfrica	10,79	11,75	11,71	-4	92
India	7,33	7,12	7,16	4	-17
Turquía	9,60	16,21	18,45	224	885
Rusia	9,28	9,68	10,52	84	124
China	2,84	2,64	2,58	-6	-26
Corea del Sur	3,74	3,66	3,83	17	9
Indonesia	6,92	6,24	6,36	12	-56
Tailandia	2,64	2,56	2,76	20	12
Malasia	4,04	3,85	3,84	-1	-20
Filipinas	6,67	6,21	6,24	3	-43

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

14. En los **mercados de renta variable**, las bolsas de Estados Unidos mostraron un buen desempeño en los recientes meses apoyadas por los resultados corporativos por encima de lo estimado y datos económicos que muestran una economía resiliente. A nivel de sectores, se vio un avance de las acciones energéticas (favorecidas por las fuertes alzas de los precios de petróleo y gas) y de comunicaciones.

Gráfico 19
BOLSA DE EUA (S&P 500)
(En índice)



Fuente: Reuters.

En paralelo, las bolsas europeas estuvieron particularmente impactadas por la desaceleración económica de China, Alemania y por las políticas monetarias restrictivas de los principales bancos centrales.

Cuadro 5
BOLSAS MUNDIALES*
(En índices)

		Dic.22 (a)	Jun.23 (b)	Ago.23 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	21,67	13,59	13,57	0,0	-8,1
Estados Unidos	Dow Jones	33 147	34 408	34 722	0,9	4,8
Estados Unidos	S&P 500	3 840	4 450	4 508	1,3	17,4
Estados Unidos	Nasdaq	10 466	13 788	14 035	1,8	34,1
Alemania	DAX	13 924	16 148	15 947	-1,2	14,5
Francia	CAC 40	6 474	7 400	7 317	-1,1	13,0
Italia	FTSE MIB	23 707	28 231	28 832	2,1	21,6
España	IBEX 35	8 229	9 593	9 506	-0,9	15,5
Grecia	ASE	930	1 279	1 312	2,6	41,1
Reino Unido	FTSE 100	7 452	7 532	7 439	-1,2	-0,2
Japón	Nikkei 225	26 095	33 189	32 619	-1,7	25,0
Brasil	Ibovespa	109 735	118 087	115 742	-2,0	5,5
Colombia	COLCAP	1 286	1 134	1 076	-5,1	-16,3
Chile	IPSA	5 262	5 787	6 009	3,8	14,2
México	IPC	48 464	53 526	53 021	-0,9	9,4
Argentina	Merval	202 085	426 281	653 603	53,3	223,4
Perú	Ind. Gral.	21 330	22 330	23 134	3,6	8,5
Sudáfrica	JSE	73 049	76 028	74 954	-1,4	2,6
India	Nifty 50	18 105	19 189	19 254	0,3	6,3
Turquía	XU100	5 509	5 759	7 918	37,5	43,7
Rusia	RTS	971	983	1 059	7,8	9,1
China	Shangai C.	3 089	3 202	3 120	-2,6	1,0
Corea Del Sur	KOSPI	2 236	2 564	2 556	-0,3	14,3
Indonesia	JCI	6 851	6 662	6 953	4,4	1,5
Tailandia	SET	1 669	1 503	1 566	4,2	-6,2
Malasia	KLCI	1 495	1 377	1 452	5,5	-2,9
Filipinas	Psei	6 566	6 468	6 175	-4,5	-6,0

* Elaborado al 31 de agosto de 2023.

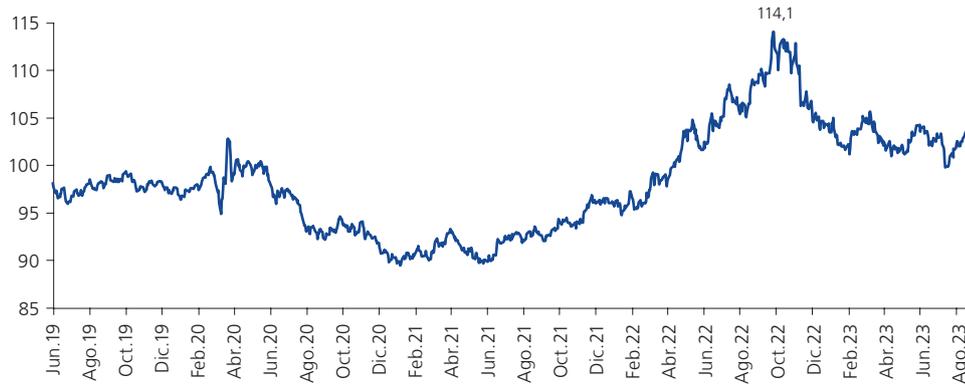
** Los datos y las variaciones están expresados en puntos.

Fuente: Reuters



15. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció frente a las principales divisas. Esta tendencia apreciativa se registró desde julio, coincidiendo con las declaraciones de funcionarios de la Fed sobre la necesidad de mantener una posición monetaria más restrictiva que lo previsto. A ello se sumaron las preocupaciones por la desaceleración de China. En el caso del yen influyó, además, la divergencia de la política monetaria por parte del Banco de Japón.

Gráfico 20
ÍNDICE DÓLAR DXY



Fuente: Reuters.

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO*

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

		Dic.22 (a)	Jun.23 (b)	Ago.23 (c)	Var. % **		
					(c) / (b)	(c) / (a)	
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	92,124	103,52	102,91	103,62	0,7	0,1
Euro	Euro	1,1996	1,070	1,091	1,084	-0,6	1,3
Reino Unido	Libra	1,3512	1,210	1,270	1,267	-0,3	4,7
Japón	Yen	112,67	131,11	144,32	145,53	0,8	11,0
Brasil	Real	3,3121	5,286	4,786	4,954	3,5	-6,3
Colombia	Peso	2982	4847	4173	4088	-2,0	-15,7
Chile	Peso	614,65	848	801	852	6,4	0,5
México	Peso	19,648	19,47	17,11	17,03	-0,5	-12,6
Argentina	Peso	18,594	176,74	256,70	349,95	36,3	98,0
Perú	Sol	3,237	3,807	3,626	3,691	1,8	-3,0
Sudáfrica	Rand	12,3574	17,00	18,83	18,87	0,2	11,0
India	Rupia	63,83	82,72	82,09	82,70	0,7	0,0
Turquía	Lira	3,789	18,69	26,05	26,65	2,3	42,6
Rusia	Rublo	57,6575	72,50	86,95	94,88	9,1	30,9
China	Yuan (onshore)	6,5063	6,897	7,251	7,258	0,1	5,2
Corea Del Sur	Won	1066,37	1261	1315	1325	0,8	5,1
Indonesia	Rupia	13565	15565	14990	15225	1,6	-2,2
Tailandia	Bath	32,55	34,61	35,27	34,98	-0,8	1,1
Malasia	Ringgit	4,044	4,400	4,665	4,637	-0,6	5,4
Filipinas	Peso	49,977	55,67	55,26	56,62	2,5	1,7

* Elaborado al 31 de agosto de 2023.

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

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

Fuente: Reuters.

De acuerdo con la tendencia global, la mayoría de las monedas emergentes se depreciaron frente al dólar. Destacan la debilidad del peso argentino y el rublo ruso donde las presiones sobre las monedas domésticas llevaron a una elevación en las tasas de interés de política.

Sin embargo, el peso colombiano y mexicano fueron excepciones a esta tendencia debido a los altos precios del petróleo y a la evolución de la actividad económica por encima de lo previsto.

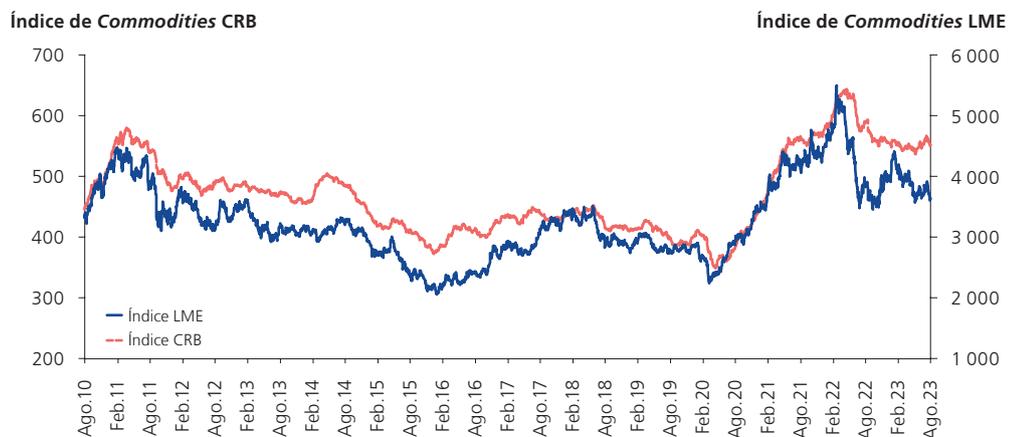
Precios de los *commodities*

- Los precios de los **metales industriales** estuvieron altos en su mayoría en los últimos meses, sostenidos por los estímulos y expectativas de estímulo de China, que contrarrestó la evolución de la actividad manufacturera a nivel global y a un crecimiento del sector inmobiliario de China por debajo de lo esperado.

El **petróleo** aumentó fuertemente sostenido por la decisión de Arabia Saudita y Rusia de realizar recortes de producción voluntarios y unilaterales, los cuales se suman a los recortes aprobados por la OPEP+ hasta 2024.

Por su parte, los precios de la mayoría de los **alimentos** continuaron su tendencia a la baja, debido a la normalización de la oferta después del impacto que tuvo la guerra en Ucrania y los problemas de sequía en algunos de los principales países productores.

Gráfico 21
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB



Fuente: Reuters.

Cobre

- La cotización promedio del cobre se redujo de US\$/lb. 3,80 en junio a US\$/lb. 3,79 en agosto de 2023. Con ello, la cotización mantuvo los niveles registrados en diciembre de 2022.

El precio promedio del cobre disminuyó ligeramente por el deterioro de las perspectivas de demanda de China y por el debilitamiento del yuan, así como por una política más restrictiva que lo esperado por parte de los principales bancos centrales durante este periodo. Limitaron esta tendencia a la baja las medidas dictadas por el gobierno chino, en medio de la crisis inmobiliaria, para apoyar la finalización de las viviendas (etapa en la que el consumo de cobre es más intensivo). También apoyó la cotización, los bajos inventarios en China y el uso para energía renovable que continúa creciendo a doble dígito.



Por el lado de la oferta, se estima que los proyectos de expansión de minas y fundiciones comiencen su producción en lo que resta de este año y en 2024, lo que asegura un mercado bien abastecido en el corto plazo. En este mismo sentido, el Grupo de Estudio Internacional del Cobre (ICSG, por sus siglas en inglés) reportó un mercado con superávit global de oferta en el primer semestre del año.

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

	2019	2020	2021	2022	Ene.-Jun. 2022	Ene.-Jun. 2023	Var.% 2023/2022
Producción Minera Global	20 672	20 743	21 279	21 953	10 597	10 817	2,1%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 144	24 643	24 938	25 644	12 601	13 523	7,3%
Utilización Global de Refinados	24 321	24 945	25 204	26 069	12 797	13 310	4,0%
Balance de Refinados ^{2/}	-177	-302	-266	-425	-196	213	

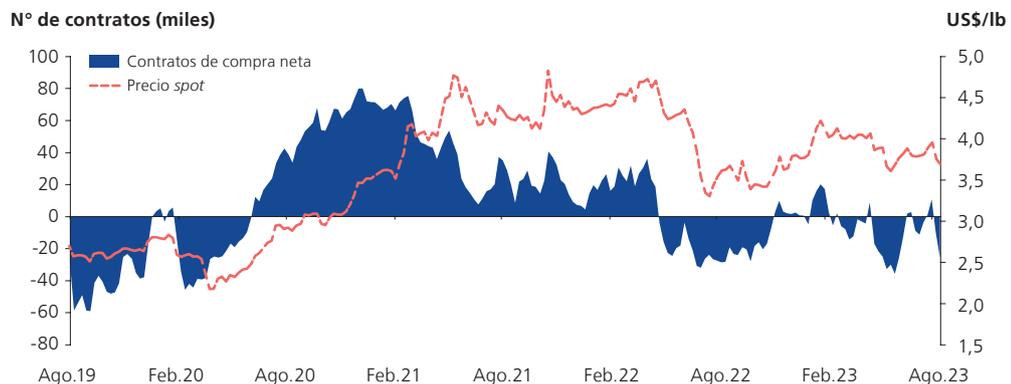
^{1/} Reporte mensual del ICSG de agosto de 2023.

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

Fuente: ICSG.

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

Gráfico 22
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES

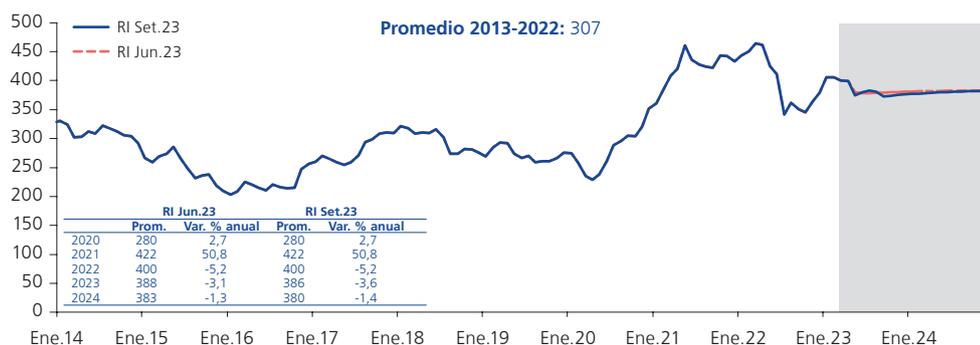


Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission)* constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes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

Fuente: Comex.

En este sentido, la proyección del precio del cobre se ha revisado ligeramente a la baja respecto a la estimación del Reporte de Inflación de junio. Los riesgos de esta proyección están equilibrados. Por un lado, una mayor expansión de la infraestructura de energía verde y la electrificación de la flota automotriz mundial podrían situar el precio por encima del escenario base. Asimismo, es posible que ocurran interrupciones de producción de mina relacionadas con El Niño. Por otro lado, un agravamiento de la crisis en el sector inmobiliario y financiero de China, sumados a estándares ambientales más estrictos anunciados por el Ministerio de Ecología y Medio Ambiente, podrían reducir la demanda por dicho metal.

Gráfico 23
COBRE: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

18. La cotización internacional promedio del zinc se incrementó a US\$/lb. 1,09 en agosto de 2023, nivel 1 por ciento mayor al registrado en junio de 2023. Con ello, el precio del zinc acumuló una caída de 23 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio promedio del zinc aumentó ligeramente sostenido por la demanda de acero galvanizado en China, asociado a las medidas de política para apoyar la finalización de los desarrollos inmobiliarios en marcha. También contribuyeron las expectativas de que el gobierno chino implemente nuevas medidas para evitar una crisis en el sector inmobiliario y cualquier riesgo sistémico relacionado.

Sin embargo, las presiones al alza fueron contrarrestadas por la publicación de indicadores que mostraron una debilidad del sector inmobiliario de China mayor a la esperada. Asimismo, existen expectativas de que el mercado registre un superávit global de oferta en los años 2023-2024 de acuerdo con la recuperación de la producción de refinados en Europa (ante la reducción de los costos de la energía) y el aumento previsto en la producción de China. Los inventarios de zinc en la London Metal Exchange aumentaron a niveles no vistos desde febrero de 2022, reflejo de la recuperación de la producción de refinados.

Gráfico 24
ZINC: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.





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

Oro

19. La cotización promedio del oro fue US\$/oz.tr. 1 918 en agosto de 2023, nivel 1 por ciento menor al de junio de 2023. Con ello, la cotización del oro acumuló un incremento de 7 por ciento respecto a diciembre de 2022.

A pesar de los temores en torno al crecimiento y la persistencia de presiones inflacionarias, el precio del oro disminuyó en los últimos meses por una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed. A ello se sumó el rendimiento mejor al esperado de otros activos, que favoreció el cambio de portafolio y se reflejó en el elevado ritmo de liquidación de ETF (*Exchange Traded Funds*) de oro en los últimos meses. También contribuyó al menor precio del oro la menor demanda por parte de los bancos centrales de economías emergentes.

En línea con los datos ejecutados, se revisa a la baja la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de junio. Esta revisión recoge el resurgimiento de las expectativas de mayores ajustes por parte de la Fed y los niveles persistentemente elevados de las tasas de inflación a nivel global.

Gráfico 25
ORO: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Gas

20. La cotización promedio del **gas natural Henry Hub** aumentó 19 por ciento en agosto respecto a junio de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 53 por ciento respecto a diciembre de 2022.

Por su parte, la cotización correspondiente al mercado de Europa (*UK BNP*) se incrementó 1 por ciento en agosto de 2023 respecto al nivel de junio de 2023. Con ello, la cotización del gas acumuló una caída de 69 por ciento respecto a diciembre de 2022. Cabe señalar que los precios en el mercado de Europa se mantienen por encima de la cotización del gas natural *Henry Hub*.

El incremento reciente de la cotización del gas natural *Henry Hub* se explica por una demanda mayor a la esperada ante un clima más cálido que lo previsto y las mayores exportaciones

de gas natural licuado (GNL) a Europa. Sin embargo, la cotización del gas *Henry Hub* sigue siendo inferior a la de diciembre de 2022, debido a los altos niveles de producción de gas natural en Estados Unidos, lo que se ha traducido en una rápida acumulación de inventarios (superior a los niveles promedio de los últimos cinco años).

La cotización en Europa se mantuvo con pequeñas presiones al alza después de la fuerte corrección del primer semestre. El incremento se dio porque se realizaron mantenimientos de las instalaciones en Noruega, que han durado más de lo esperado y han limitado la oferta en una mayor magnitud que la prevista. También presionó al alza, en las últimas semanas, los temores de huelga en Australia. Sin embargo, la demanda para calefacción y generación eléctrica de las empresas de servicios públicos ha sido menor a la esperada por una demanda industrial más baja. Adicionalmente, se observó una oferta elevada de GNL de Estados Unidos y Qatar, lo que permitió mantener elevados los inventarios en Europa.

Para 2023 el precio promedio del gas natural *Henry Hub* se ha revisado ligeramente al alza en línea con un mercado expuesto a recortes inesperados de producción que ya registra una oferta mundial ajustada. Los precios del gas natural se mantendrán en niveles más altos que al inicio de la crisis energética, en especial en Europa, donde las fuentes sustitutas al gas ruso presentan mayores costos.

Gráfico 26
GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

Petróleo

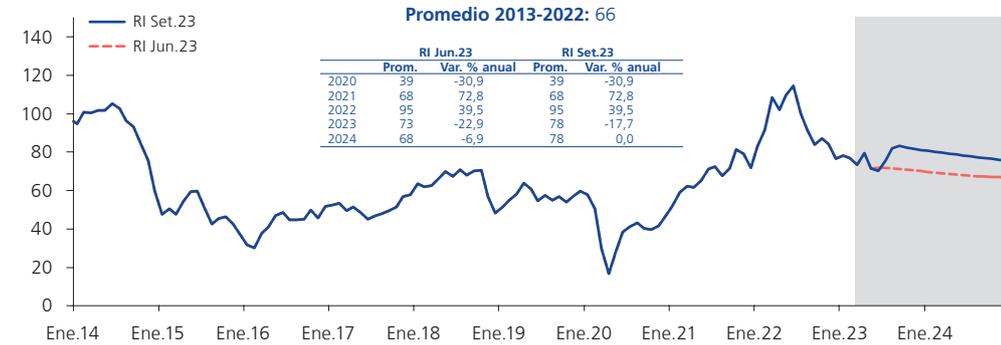
- La cotización promedio del **petróleo WTI** se incrementó en 16 por ciento en los dos últimos meses, al pasar de un promedio mensual de US\$/bl. 70 en junio de 2023 a US\$/bl. 81 en agosto del mismo año. Con ello, la cotización del petróleo registró un incremento acumulado de 6 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización del petróleo aumentó debido a los recortes de producción. La OPEP+ decidió extender los recortes de producción hasta 2024. Adicionalmente, en forma unilateral, Rusia y Arabia Saudita anunciaron reducciones adicionales. Arabia Saudita anunció un recorte de producción unilateral de un millón de barriles en julio y agosto, y recientemente anunció que extendería dicho recorte hasta setiembre. En paralelo, Rusia anunció un recorte de producción de 500 mil barriles diarios en febrero que empezó a implementar desde el tercer trimestre. A ello se sumaron las inesperadas interrupciones en la oferta en Libia y Nigeria, que podrían ajustar más el mercado en los próximos meses. Al mismo tiempo, Estados Unidos anunció compras de crudo para iniciar la reposición de sus reservas estratégicas.



Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se revisa al alza respecto al Reporte de junio, por las mayores expectativas de que el mercado mundial sea deficitario en el segundo semestre del año. Ello refleja las restricciones previstas en la oferta señaladas anteriormente.

Gráfico 27
PETRÓLEO WTI: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/bl)

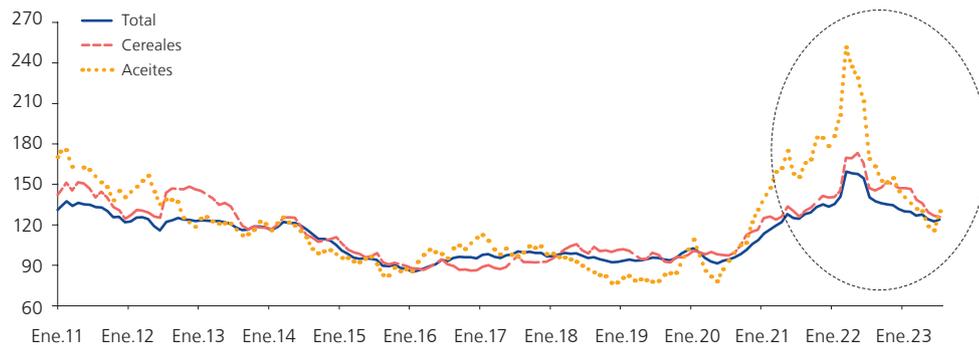


Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

- Los precios de la mayoría de los **alimentos** han continuado con su tendencia a la baja, debido a la normalización de la oferta después del impacto que tuvo la guerra en Ucrania y los problemas de sequía en algunos de los principales países productores. De acuerdo con el índice de la FAO (Food and Agriculture Organization) –que comprende cereales, azúcar, aceite, carnes y productos lácteos— los precios de los alimentos cayeron 1,0 por ciento en los últimos dos meses. Al mes de agosto, acumulan una disminución del 7,9 por ciento respecto a diciembre, aunque permanecen aún por encima de sus promedios históricos; esta corrección se explicó principalmente por la caída de los precios de los cereales.

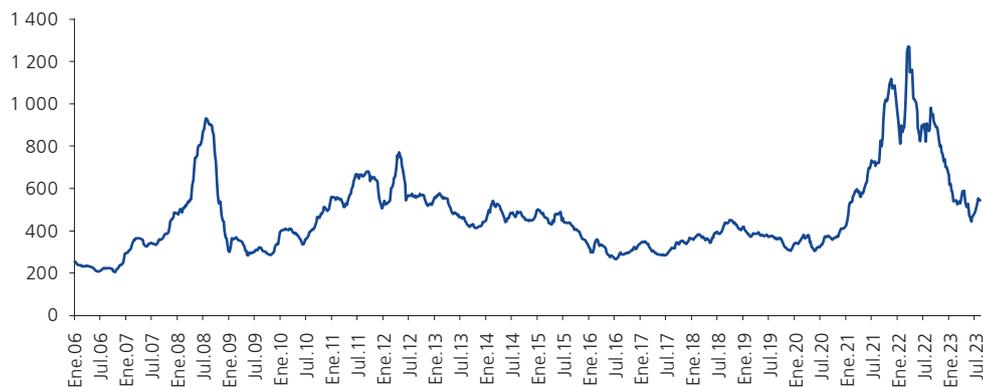
Gráfico 28
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO*
 (Base 2014 - 2016 = 100)



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

En términos generales, la reducción de los precios de la mayoría de los alimentos se explica por la normalización de las cadenas de suministro global y los altos niveles de producción en la mayoría de los países. Esta tendencia se vio interrumpida, temporalmente, por la no renovación del Acuerdo de Exportación de Granos (factor que, además, introduce un riesgo al alza en el horizonte de proyección). Asimismo, se registran menores costos en los fertilizantes, aunque aún se mantienen en niveles no vistos desde 2014.

Gráfico 29
ÍNDICE DE PRECIO DE FERTILIZANTES DE GREEN MARKETS NORTH AMERICA
 (Índice, 07-ene-2002=100)



Fuente: Reuters.

- (a) El precio del **maíz** se redujo en 4 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 201 en agosto de 2023. Con ello, la cotización del maíz acumuló una caída de 20 por ciento respecto a diciembre de 2022.

El precio del maíz disminuyó por señales de un mercado mejor abastecido por la normalización de la oferta. Contribuyó el ingreso de la segunda cosecha de Brasil (que explica dos tercios de la producción total de dicho país) y de la cosecha de Argentina, países que representan el primer y tercer exportador mundial del grano, respectivamente.

Por el lado de la demanda, surgió preocupación por la decisión de la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos (EPA por sus siglas en inglés) de anunciar los mandatos de mezcla de etanol menores a los esperados por la industria, lo que desalienta la demanda industrial de maíz.

Sin embargo, la caída de los precios es limitada por los bajos inventarios mundiales del maíz y la decisión de Rusia de no renovar el Acuerdo de Exportación de Granos del Mar Negro, que anteriormente había permitido la exportación de cereales desde Ucrania. Además, Rusia inició ataques sobre los puertos ucranianos del Mar Negro y sobre terminales ubicados en el río Danubio, la vía alternativa que Ucrania tenía para continuar exportando cereales y subproductos agrícolas.

En este contexto, las proyecciones se revisan a la baja en el horizonte de proyección por las perspectivas de una mejor producción en Estados Unidos para la campaña



2023/2024 y un ingreso estacional de la cosecha de Sudamérica mayor al esperado. Se espera que un aumento estacional en la oferta de Brasil y posteriormente la cosecha de Estados Unidos mantenga los precios del maíz con ligera tendencia a la baja en el segundo semestre de 2023.

Los principales riesgos de esta proyección se vinculan a la renovación del acuerdo sobre el corredor de exportaciones a través del Mar Negro y al impacto del probable Fenómeno El Niño a fines de este año. Si bien el impacto de este evento ya está parcialmente incorporado en los precios actuales, existe la probabilidad de que un evento de magnitud severa tenga un impacto mayor sobre la producción de Estados Unidos, Europa y América Latina.

Gráfico 30
MAÍZ: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
 (US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

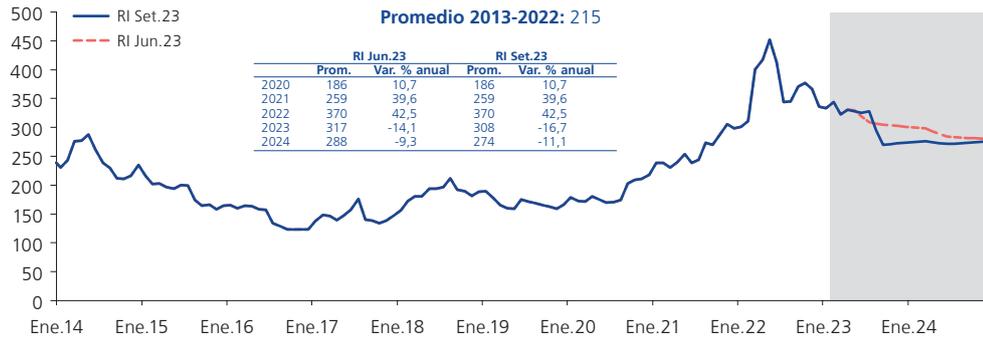
- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** se redujo en 11 por ciento, alcanzando un nivel de US\$/TM 291 en agosto de 2023. Respecto a diciembre de 2022, la cotización del trigo acumuló una caída de 13 por ciento.

La cotización del **trigo** disminuyó por el ingreso estacional de la nueva oferta en los principales países exportadores, en particular por la fuerte competencia ante el ingreso de las exportaciones rusas beneficiadas por la depreciación del rublo. La normalización del mercado mundial de trigo después de las interrupciones en la cadena de suministros asociada a la guerra en Ucrania y la reducción del precio de los fertilizantes también contribuyeron con la caída del precio.

Para el horizonte de proyección el precio del trigo se revisa a la baja respecto a las cotizaciones proyectadas en el Reporte de junio. Ello como consecuencia de un mercado mejor abastecido por el ingreso de las exportaciones de Rusia y por la mejora en las perspectivas de producción de trigo de Estados Unidos y la Unión Europea.

Al igual que en el caso del maíz, los riesgos están sesgados al alza por posibles interrupciones de los flujos de comercio de la región del Mar Negro y el impacto del Fenómeno El Niño. Estos factores de riesgo podrían tener un impacto mayor sobre los precios dado el ajustado balance de oferta y demanda del mercado (los inventarios de los principales países exportadores se encuentran en niveles mínimos de once años).

Gráfico 31
TRIGO: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió US\$/TM 1563 en agosto de 2023, mayor en 22 por ciento respecto a la cotización de US\$/TM 1285 de junio de este año. Con ello, la cotización acumuló un incremento de 3 por ciento respecto a diciembre de 2022.

La cotización promedio del aceite de soya aumentó por la fuerte elevación del precio del petróleo, que subió la competitividad del biodiesel fabricado a base de aceite de soya. También contribuyeron los temores de menor oferta del aceite de girasol por la finalización del acuerdo de exportación del Mar Negro y la sequía en las zonas productoras del grano de soya en Estados Unidos. Sin embargo, el alza fue limitada por los cambios regulatorios en Estados Unidos, donde la Agencia de Protección Ambiental exigió menos uso que el esperado de biodiesel a base de aceite de soya.

Considerando estos recientes desarrollos, se proyecta que los precios coticen por encima de lo proyectado en el Reporte de Inflación anterior. La principal incertidumbre en esta proyección radica en la evolución del precio del petróleo. Otros factores de riesgo incluyen el impacto del Fenómeno El Niño sobre algunos bienes sustitutos como el aceite de palma.

Gráfico 32
ACEITE DE SOYA: ENERO 2014 - DICIEMBRE 2024
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.





II. Balanza de pagos

23. La balanza de pagos mantiene una posición sólida. La reducción del **déficit en cuenta corriente** entre el cierre de 2022 y el primer semestre de 2023 respondió al mayor superávit de la balanza comercial, tras el impacto de la menor demanda interna y los precios más bajos de los insumos (particularmente petróleo e industriales); y al menor déficit de ingreso primario, explicado por el efecto de menores precios de exportación sobre las utilidades. Esta evolución fue reforzada por el menor déficit en la balanza de servicios debido a la corrección gradual de precios de fletes; y por el aumento del ingreso secundario, reflejo de la entrada más elevada de remesas al país.

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

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.23 3/	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 908	-4 872	-5 274	-3 430	-3 760	-3 375
<i>Porcentaje del PBI</i>	-4,0	-1,9	-1,9	-1,3	-1,3	-1,2
1. Balanza comercial	10 333	12 953	14 260	15 771	15 659	16 402
a. Exportaciones	66 235	65 382	66 131	65 438	68 824	68 301
<i>De las cuales:</i>						
i) Tradicionales	47 760	46 648	46 929	47 190	48 297	48 946
ii) No Tradicionales	18 221	18 489	18 993	18 032	20 329	19 138
b. Importaciones	55 902	52 429	51 872	49 667	53 165	51 899
2. Servicios	-8 642	-8 253	-6 626	-7 685	-5 403	-6 548
3. Ingreso primario (renta de factores)	-17 373	-15 796	-18 980	-18 126	-20 035	-19 770
4. Ingreso secundario (transferencias)	5 773	6 224	6 072	6 610	6 018	6 540
Del cual: Remesas del exterior	3 708	3 980	3 894	4 169	4 028	4 294
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-9 246	-10 175	-6 614	-4 124	-7 260	-6 875
<i>Porcentaje del PBI</i>	-3,8	-4,0	-2,4	-1,5	-2,5	-2,4
1. Sector privado	-10 203	-11 383	-5 828	-3 087	-4 460	-3 689
a. Largo plazo	-14 587	-9 806	-5 828	-3 087	-4 460	-3 689
b. Corto plazo	4 385	-1 577	0	0	0	0
2. Sector público 2/	957	1 208	-786	-1 037	-2 800	-3 186
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-4 427	-6 042	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	-5 089	-739	1 339	695	3 500	3 500
IV= (I+III) - II = (1-2)						
1. Variación del saldo de RIN	-6 612	-392	2 101	1 268	3 500	3 500
2. Efecto valuación	-1 523	347	762	573	0	0

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

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

3/ Muestra el acumulado últimos dos semestres al primer semestre de 2023.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Se prevé que esta evolución se mantenga en el resto del año y que el déficit de la cuenta corriente de 2023 sea menor que el registrado en 2022, debido principalmente a las menores importaciones. En este resultado también contribuirían los mayores volúmenes exportados de minerales industriales y el menor déficit de servicios –asociado a los menores fletes marítimos–. El déficit se reduciría levemente en 2024, esta vez explicado en mayor proporción por la recuperación del turismo receptivo –gracias a la mayor entrada de viajeros no residentes– y a una recuperación de nuestras exportaciones, tras la normalización parcial de las condiciones climáticas adversas esperadas para 2023.

Respecto al Reporte previo, se espera un déficit en cuenta corriente más bajo tanto para 2023 como para 2024. En primer lugar, la balanza comercial sería más superavitaria por una disminución del valor importado en el horizonte de proyección, en línea con una menor demanda del sector privado en bienes de capital e insumos industriales. En segundo lugar, se proyectan menores utilidades de empresas con IDE en el país en 2023, consistente con un nivel más bajo de precios de exportación. Por último, el mayor flujo de remesas que entran al país –observado a junio de 2023– y las indemnizaciones previstas para 2024 relacionadas a la alta probabilidad de ocurrencia de El Niño, impactarían favorablemente en el superávit del ingreso secundario.

La proyección actual incorpora el impacto de las condiciones climáticas sobre nuestras exportaciones –particularmente las agrícolas y pesqueras– y una corrección más gradual del costo de los fletes marítimos, como consecuencia de la congestión en el Canal de Panamá, lo que –respecto al Reporte previo– implica un mayor déficit de servicios en 2023 y 2024.

24. La **cuenta financiera** acumulada al primer semestre de 2023 mostró una entrada neta de capitales por US\$ 10 175 millones, superior en US\$ 929 millones a la entrada registrada en 2022. Si bien se observó un menor financiamiento de largo plazo del sector privado por las menores utilidades reinvertidas y por el reinicio de compras de activos externos por parte de las AFP y fondos mutuos, ello fue compensado por un cambio desde una posición acreedora a una deudora de la cuenta de capitales de corto plazo, reflejo de la liquidación de activos del sector no financiero.

Se espera para 2023 un menor flujo neto de entrada de la cuenta financiera respecto al financiamiento observado en 2022, caída que se explica específicamente por la mayor compra de activos externos de cartera, la menor reinversión de utilidades de empresas con IDE en el país y menores desembolsos. El flujo de financiamiento se recuperaría en 2024, consistente con la gradual recuperación de la reinversión (de utilidades) del sector privado, en un contexto de crecimiento de la inversión privada.

En comparación con el Reporte de junio, se espera un incremento aún menor del flujo neto de entrada de la cuenta financiera tanto para 2023 como para 2024, explicada en ambos casos por un flujo de financiamiento neto más bajo al sector privado, tras la caída proyectada en la reinversión de utilidades de empresas con IDE en 2023 y el mayor ritmo de compras de activos externos en 2024.

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

25. Los **términos de intercambio** cayeron 0,7 por ciento interanual en el periodo enero-junio de 2023 debido a la mayor caída de los precios de exportación –principalmente de cobre





y zinc– respecto a la reducción de los precios de importación –básicamente de alimentos como trigo y maíz, y del petróleo–. El precio de los principales metales industriales disminuyó en respuesta a un crecimiento del sector inmobiliario de China menor al previsto, así como al deterioro de las perspectivas de demanda de este país. En menor medida, esta tendencia fue reforzada por una política más restrictiva de lo que se esperaba por parte de los bancos centrales.

Por su parte, la caída interanual de los precios de alimentos se explica por las menores interrupciones en la cadena de suministro y elevados niveles de producción en varios países. Si bien el precio del petróleo se corrigió en los últimos dos meses debido a los recortes de producción de la OPEP, Rusia y Arabia Saudita, así como a interrupciones inesperadas en la oferta de algunos países, en términos anuales aún registra una notable caída, reflejo de un efecto base por las elevadas cotizaciones alcanzadas en el primer semestre de 2022.

Se prevé un incremento de los términos de intercambio de 3,0 por ciento en 2023, magnitud menor a la esperada en el Reporte previo (3,7 por ciento). Esta revisión se explica por una caída en la tasa de crecimiento esperada de los precios de exportación, atenuada ligeramente por la revisión a la baja de los precios de importación. Los precios de exportación, fundamentalmente de metales como el cobre, zinc y oro, han sido corregidos a la baja para 2023, acorde con las perspectivas de crecimiento de China y con el fortalecimiento de las expectativas de que la Fed continúe con el ciclo de alza de tasas de interés.

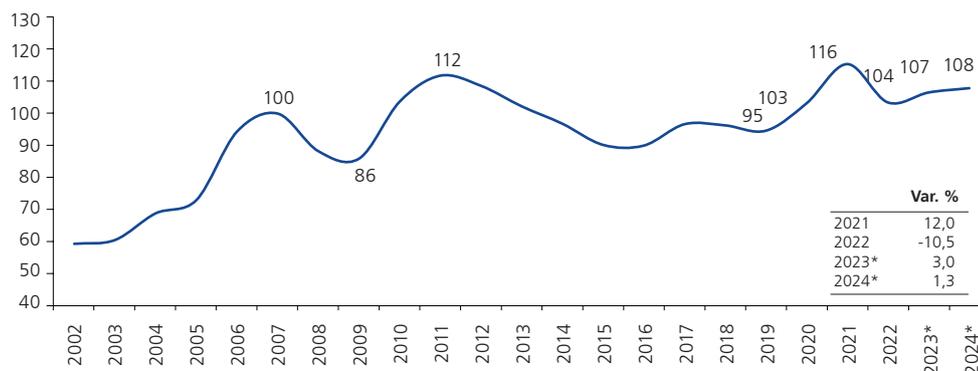
Los términos de intercambio continuarían creciendo en 2024 aunque a un menor ritmo que lo proyectado en el Reporte de junio –revisión de 2,5 a 1,3 por ciento–. El cambio en la proyección se explica por precios de importación más elevados, principalmente del petróleo. La revisión recoge las expectativas de que el mercado mundial sea deficitario, reflejo de los recortes de producción que han tenido lugar en lo que va del año.

Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2022-2024

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	-10,5	-0,7	3,7	3,0	2,5	1,3
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	1,8	-6,9	-3,1	-3,6	1,9	2,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	400	395	388	386	383	380
Zinc (ctv US\$ por libra)	158	129	124	119	117	109
Plomo (ctv US\$ por libra)	98	97	96	96	96	96
Oro (US\$ por onza)	1801	1933	1999	1933	2126	2007
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	13,7	-6,2	6,6	-6,5	0,6	0,9
Petróleo (US\$ por barril)	95	75	73	78	68	78
Trigo (US\$ por TM)	370	331	317	308	288	274
Maíz (US\$ por TM)	273	262	235	230	205	199

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 33
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2024
(Índice 100 = 2007)

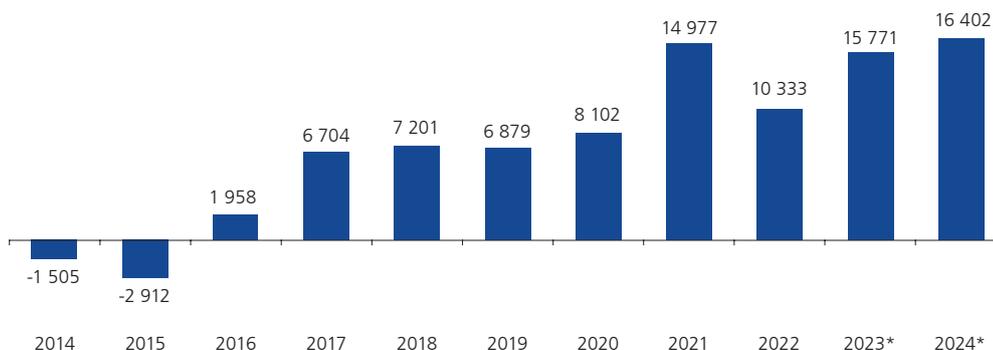


* Proyección.
Fuente: BCRP.

26. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó US\$ 8 355 millones durante el primer semestre de 2023, monto superior en US\$ 2 619 millones al registrado en el mismo semestre de 2022 (US\$ 5 736 millones). La expansión interanual respondió a la mayor caída de las importaciones (US\$ 3 473 millones) respecto a la disminución registrada por las exportaciones durante el mismo periodo (US\$ 854 millones).

Se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de US\$ 15 771 millones en 2023 y de US\$ 16 402 millones en 2024, montos superiores a los previstos en el Reporte de junio. La revisión para ambos años obedece a una corrección a la baja en el volumen de importaciones, principalmente de las compras de insumos y bienes de capital.

Gráfico 34
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2014-2024
(Millones de US\$)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

27. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 32 347 millones entre enero y junio de 2023, cifra inferior en US\$ 854 millones (-2,6 por ciento) en comparación al valor de igual periodo de 2022. Esta reducción se debe al menor valor de los envíos de productos tradicionales (-4,5 por ciento interanual), asociado a la contracción de los precios de exportación (-9,4 por





ciento), especialmente cobre, zinc, plomo, estaño, entre otros. El incremento del volumen de exportaciones mineras y no tradicionales compensó parcialmente la caída de los precios.

La proyección del valor de exportaciones para 2023 fue revisada a la baja, reflejo de un menor crecimiento esperado del volumen y una mayor caída de los precios. Por su parte, la proyección para 2024 se mantiene relativamente constante. La corrección de los volúmenes de envíos al exterior para 2023 es reflejo de las condiciones climáticas que vienen afectando a los sectores agrícola y pesquero, tanto el tradicional como el no tradicional. Se prevé que estas condiciones se reviertan para 2024.

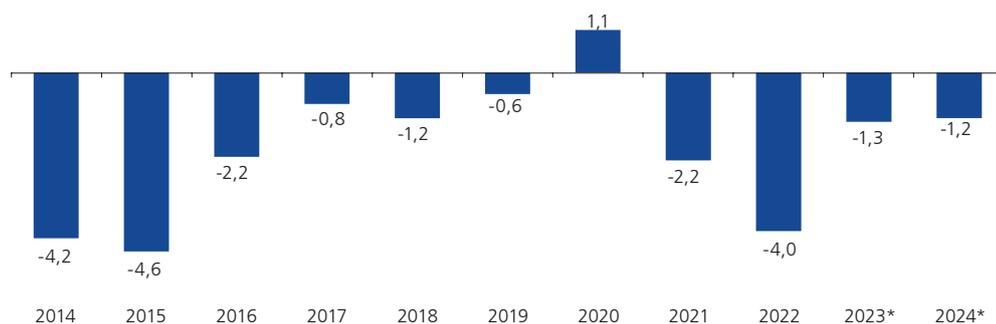
28. Las **importaciones** sumaron US\$ 23 992 millones entre enero y junio de 2023, lo que representó una contracción de US\$ 3 473 millones (-12,6 por ciento) con respecto a igual período de 2022. Este desarrollo es producto en similar cuantía tanto del volumen de importaciones, específicamente de insumos y de bienes de capital, como de los precios, particularmente de insumos industriales y del petróleo y derivados.

Las importaciones fueron revisadas a la baja para 2023 debido a una mayor caída proyectada de los volúmenes importados. Esta revisión se explica por un menor dinamismo esperado en las compras de bienes de capital e insumos industriales, todo ello en un contexto de crecimiento más moderado de la inversión privada y de los ingresos, así como de reducción de inventarios.

Cuenta corriente

29. Respecto al Reporte previo, se espera un menor déficit de la cuenta corriente tanto para 2023 como para 2024. La corrección para ambos años responde a un superávit comercial más elevado —principalmente por menores volúmenes importados de insumos industriales—; y para 2023 a una caída de las utilidades —dada la revisión a la baja de los términos de intercambio y de la actividad económica—. Esta revisión también incorpora una recuperación más gradual en el precio de los fletes, debido, entre otros factores, a las complicaciones de navegación en el Canal de Panamá; y a un mayor impacto de las condiciones climáticas desfavorables en las exportaciones agrícolas y pesqueras asociadas al evento El Niño.

Gráfico 35
CUENTA CORRIENTE: 2014-2024
(Porcentaje del PBI)



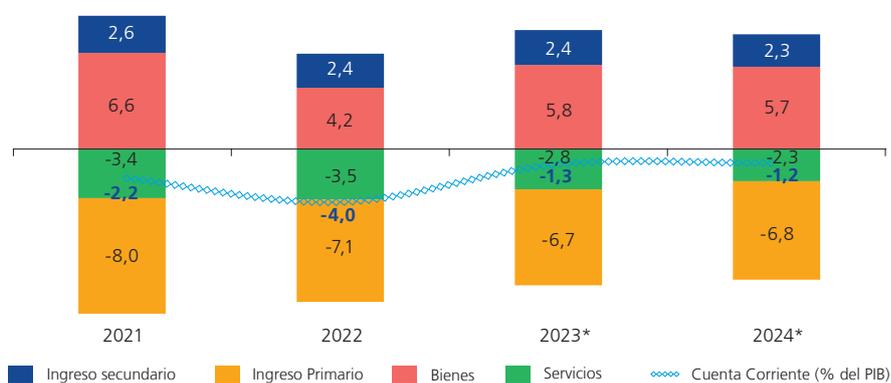
* Proyección.
Fuente: BCRP.

30. Las variaciones interanuales en el déficit de cuenta corriente pueden descomponerse en 2 factores principales, aquel atribuido a la absorción doméstica (mayor demanda nominal

de bienes y servicios del exterior) y el relacionado al rendimiento pagado a los factores de producción (capital) y a pasivos que Perú tiene con el exterior (instrumentos de deuda).

La reducción del déficit de 2023 respondería a la menor absorción doméstica (2,3 p.p.), debido principalmente a una demanda más baja de bienes importados. En menor medida, aportaría el retroceso de los precios relacionado a los bienes (términos de intercambio) y a los servicios (fletes). El menor déficit esperado para 2024 está sustentado, en mayor parte, en la recuperación prevista de los términos de intercambio.

Gráfico 36
CUENTA CORRIENTE, SEGUN RUBROS, 2021-2024
(Porcentaje del PBI)



Cuadro 10
DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE, 2022-2024
(p.p. del PIB)

	2022/2021	2023/2022*	2024/2023*
A. Absorción doméstica	-2,5	2,3	0,4
1. Efecto Precio	-2,8	1,0	0,5
1.1 Términos de Intercambio	-2,3	0,4	0,4
1.2 Fletes	-0,5	0,6	0,1
2. Efecto volumen	0,3	1,3	-0,1
2.1 Bienes	-0,1	1,2	-0,5
2.2 Servicios**	0,4	0,1	0,4
B. Rendimiento de pasivos externos	0,4	-0,7	-0,3
1. Inversión Directa Extranjera	0,5	-0,4	-0,4
2. Deuda de mediano y largo plazo	-0,1	-0,3	0,1
C. Resto***	0,2	1,2	0,0
TOTAL (A + B + C)	-1,8	2,8	0,1

* Proyección

** Incluye las variaciones de volumen de Transporte y las de volumen y precio de los servicios que no son Transportes.

*** Incluye la variación de transferencias corrientes y el rendimiento cobrado por activos externos.

Fuente: BCRP.

31. De acuerdo con datos al segundo trimestre de 2023, el déficit en cuenta corriente de la mayoría de los países de la región se ha reducido. En todos los países analizados dicho resultado se explica por la mejora de la balanza comercial y el menor déficit en la cuenta de ingreso primario (renta de factores). En México y Chile contribuyó, además, el incremento en las transferencias corrientes por mayores remesas enviadas desde el exterior.





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

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

* Proyección.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

Cuenta financiera

32. La **cuenta financiera** anualizada a junio de 2023 mostró una entrada neta de capitales de US\$ 10 175 millones, equivalente a 4,0 por ciento del PBI. Este flujo de entrada fue superior en US\$ 929 millones respecto al registrado en 2022, producto de la mayor entrada de capitales de corto plazo del sector no financiero y empresas bancarias. Esta evolución fue contrarrestada parcialmente por el menor nivel de reinversión de utilidades, el reinicio de compras en el exterior por parte de las AFP y fondos mutuos y la disminución del flujo de pasivos de inversión de cartera.

El menor flujo de financiamiento externo proyectado para 2023 —básicamente del sector privado— es consistente con la evolución observada en el primer semestre del año y con la contracción proyectada de la inversión doméstica, en tanto que para 2024 se prevé una leve recuperación de este flujo, pero orientada en mayor parte hacia el sector público.

En relación con el Reporte previo, se prevé una menor entrada neta de capitales para 2023 y 2024. El escenario actual contempla menores pasivos de IDE debido a la reducción de la reinversión de utilidades en 2023, un reinicio más dinámico de las inversiones de cartera en el exterior por parte de las AFP y fondos mutuos, y la revisión a la baja en la inversión privada.

33. El **financiamiento externo de largo plazo del sector privado** en términos acumulados sumó US\$ 9 806 millones al primer semestre de 2023, inferior en US\$ 4 781 millones al observado en 2022. El resultado se explica en mayor medida por los menores flujos de pasivos de IDE —fundamentalmente de reinversión de utilidades— y por la acumulación de activos por el mismo concepto —en contraste con las ventas registradas en 2022 por US\$ 448 millones—. Adicionalmente, contribuyeron las menores ventas de activos netos de cartera.

El flujo de financiamiento privado de 2023 se encontraría por debajo del observado en 2022 en razón al reinicio de las inversiones de cartera en el exterior por parte de las AFP y fondos mutuos, la reducción en los pasivos de IDE, siguiendo la proyección de términos de intercambio y la inversión privada, así como los menores desembolsos de préstamos de largo plazo. En 2024 la entrada de capitales privados se incrementaría ligeramente en respuesta al ritmo más elevado de entrada de IDE, siguiendo la recuperación de la inversión doméstica proyectada.

Comparado con el Reporte previo, la cuenta financiera privada de largo plazo incluye menores pasivos de IDE y de cartera en 2023; y un mayor ritmo de compra de activos externos.

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

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.23 /5	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
SECTOR PRIVADO (A + B)	-10 203	-11 383	-5 828	-3 087	-4 460	-3 689
Porcentaje del PBI	-4,2	-6,7	-2,1	-1,1	-1,5	-1,3
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	-14 587	-9 806	-5 828	-3 087	-4 460	-3 689
1. ACTIVOS	-2 906	-1 012	3 577	4 016	5 126	6 004
Inversión directa	-448	1 046	1 250	1 343	1 525	1 575
Inversión de cartera 2/	-2 458	-2 058	2 326	2 674	3 601	4 429
2. PASIVOS 3/	11 682	8 794	9 404	7 103	9 586	9 693
Inversión directa	10 848	7 817	9 778	7 740	11 523	11 620
Inversión de cartera 4/	-760	-900	556	-411	0	4
Préstamos de largo plazo	1 594	1 877	-930	-226	-1 936	-1 931
B. CORTO PLAZO	4 385	-1 577	0	0	0	0

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

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

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

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

5/ Muestra el acumulado últimos dos semestres al primer semestre de 2023.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

34. El sector público continuó reduciendo sus obligaciones netas con el exterior, US\$ 957 millones en 2022 y US\$ 1 208 millones en los últimos cuatro trimestres al segundo trimestre de 2023.

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

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.23 4/	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
I. ACTIVOS	-145	248	154	179	140	140
II. PASIVOS (1 + 2) 2/	-1 102	-960	940	1 217	2 940	3 326
1. Inversión de cartera	-1 880	-2 350	-897	-658	1 909	1 909
Emisiones	600	0	0	0	0	0
Amortizaciones	-658	-1 801	-1 801	-1 801	-404	-404
Otras operaciones (a - b) 3/	-1 822	-549	904	1 144	2 313	2 313
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	-1 888	-771	1 008	1 008	2 313	2 313
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-66	-223	104	-135	0	0
2. Préstamos	779	1 390	1 837	1 874	1 031	1 418
Desembolsos	1 838	2 482	2 931	2 977	2 081	2 481
Amortizaciones	-1 060	-1 092	-1 094	-1 103	-1 050	-1 063
III. TOTAL (I - II)	957	1 208	-786	-1 037	-2 800	-3 186

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

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

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

4/ Muestra el acumulado últimos dos semestres al primer semestre de 2023.

* Proyección.

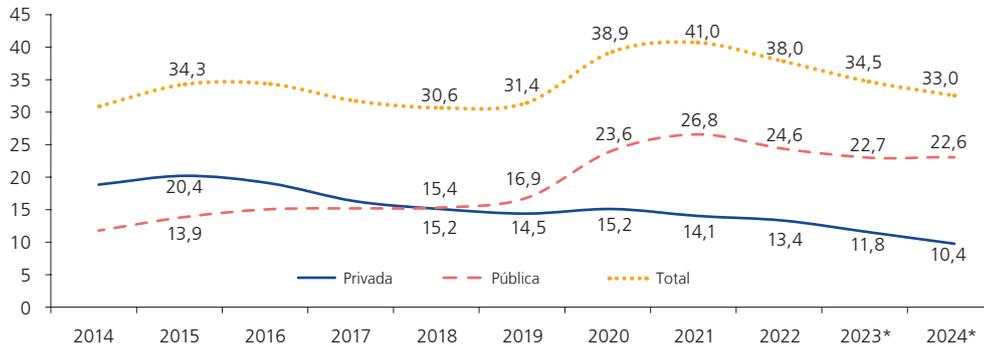
Fuente: BCRP.

Se proyecta que el flujo de financiamiento externo al sector público se eleve en 2023 y 2024. Ello refleja el reinicio de las adquisiciones de bonos soberanos por parte de no residentes, desembolsos de préstamos más altos proyectados y la reducción de las amortizaciones del Gobierno General prevista en 2024.



35. Se prevé que el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector privado disminuya de 13,4 por ciento en 2022 a 10,4 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 10 años. Por su parte, la deuda externa pública bajaría en similar proporción, de 24,6 a 22,6 por ciento, durante el mismo periodo de tiempo.

Gráfico 37
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)

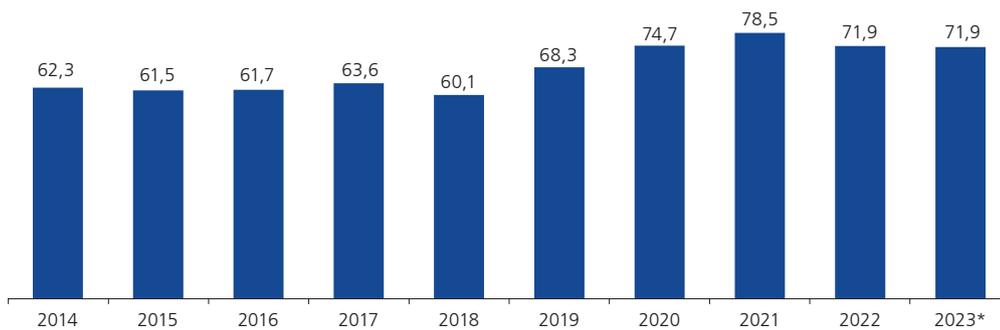


* Proyección.
Fuente: BCRP.

Reservas Internacionales Netas

36. Al 31 de agosto, las Reservas Internacionales Netas (RIN) se ubicaron en US\$ 71 853 millones. Adicionalmente, el Perú cuenta, desde el 27 de mayo de 2022 y por un plazo de dos años, con un acuerdo sucesorio de la línea de crédito flexible (FCL) del FMI de acceso contingente hasta por aproximadamente US\$ 5,3 mil millones.

Gráfico 38
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS
(Miles de millones de US\$)



* Al 31 de agosto de 2023.
Fuente: BCRP.

Cuadro 14
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2019	2020	2021	2022*	2023*
<u>Reservas Internacionales como porcentaje de:</u>					
a. PBI	29,4	36,3	34,8	29,4	26,9
b. Deuda externa de corto plazo 1/	498	538	578	463	519
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	455	642	421	283	418

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

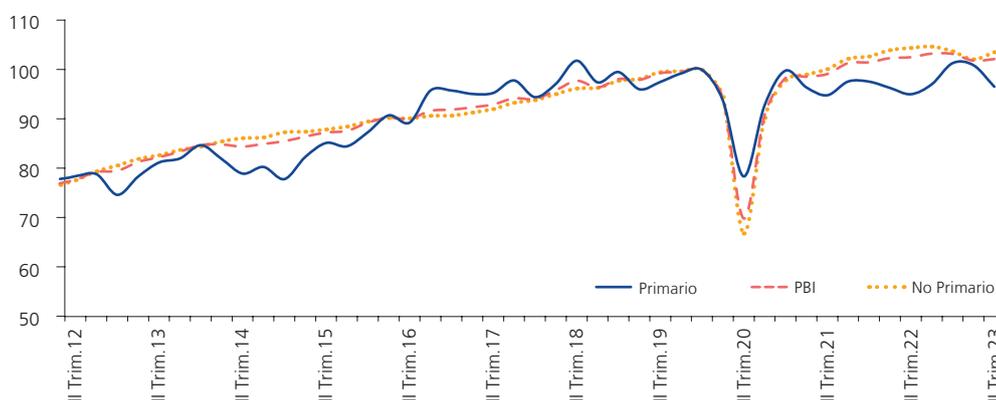
III. Actividad económica

PBI sectorial

37. La actividad económica del primer semestre de 2023 se contrajo 0,5 por ciento interanual, debido a eventos adversos como son los conflictos sociales, el deterioro de la confianza empresarial y los eventos climáticos desfavorables. Estos acontecimientos produjeron que todas las actividades primarias, a excepción de la minería metálica, se contrajeran en el primer semestre; mientras que el retroceso del gasto privado afectó la actividad de sectores no primarios como construcción, manufactura y servicios.

El indicador desestacionalizado del PBI mensual mostró un avance de 1,9 por ciento en junio respecto a mayo, debido principalmente a la recuperación de la mayoría de los sectores económicos, aunque destaca la mejora de construcción, pesca y manufactura. En el segundo trimestre se estima un crecimiento del PBI desestacionalizado de 0,3 por ciento, luego de 2 caídas consecutivas en los trimestres anteriores (-1,3 y -0,1 por ciento en el primer trimestre 2023 y cuarto trimestre 2022, respectivamente).

Gráfico 39
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
 (Base 100 = 4T-2019)



38. Se espera que el crecimiento de la economía se desacelere respecto al año previo, con una tasa de 0,9 por ciento en 2023. La ralentización corresponde principalmente a un crecimiento de 0,4 por ciento de los sectores no primarios, afectados por el bajo dinamismo del consumo privado y el retroceso de la inversión privada, principalmente residencial. Los





sectores no primarios más afectados serían manufactura no primaria y construcción. Por otra parte, se prevé también caídas en la producción de los sectores primarios agropecuario, pesca y su manufactura asociada, afectados por eventos climáticos adversos, el brote de gripe aviar y el bloqueo de vías. La minería registraría un incremento de 8,8 por ciento, tras la entrada en operación de Quellaveco y el menor número de días de paralización en la actividad minera.

Se mantiene la proyección de que el PBI crezca 3,0 por ciento en 2024, en un escenario en el que los choques de oferta reviertan parcialmente sus efectos negativos sobre la producción primaria y se recupera la confianza empresarial y del consumidor.

La proyección de crecimiento para 2023 es menor en 1,3 puntos porcentuales respecto a la considerada en junio (2,2 por ciento). El ajuste responde tanto a la ejecución observada –se esperaba un aumento de 0,7 por ciento en el segundo trimestre y se registró una disminución de 0,5 por ciento–, como a una recuperación menor a la esperada en la confianza empresarial y persistencia y mayor intensidad en las anomalías climáticas. Estas anomalías han afectado algunos precios de alimentos, que, si bien vienen moderando su ritmo de crecimiento, generan impactos negativos en el consumo, sobre todo de los segmentos de menores ingresos.

La revisión en el resto del año se deriva principalmente de las actividades no primarias, particularmente de los sectores manufactura, construcción y servicios, por las menores perspectivas hacia adelante dado el menor ritmo de recuperación esperado de la confianza de los agentes privados. Por otro lado, la menor previsión de crecimiento se explica por una menor expansión proyectada de los sectores primarios, debido a circunstancias negativas que afectan la oferta agropecuaria como la persistencia de la gripe aviar y condiciones climáticas irregulares; así como anomalías en las temperaturas del mar que podrían implicar una menor cuota en la segunda temporada de pesca de anchoveta.

Cuadro 15
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
PBI primario	0,9	3,0	4,0	2,5	2,9	2,8
Agropecuario	4,5	-3,4	0,4	-2,0	2,7	2,6
Pesca	-11,4	-31,7	-15,0	-26,4	10,5	10,5
Minería metálica	0,0	11,9	8,3	8,8	2,4	2,4
Hidrocarburos	4,0	-1,5	4,7	2,2	4,9	3,6
Manufactura	-2,5	-2,0	0,0	-4,2	3,3	3,2
PBI no primario	3,2	-1,4	1,7	0,4	3,1	3,1
Manufactura	2,0	-7,7	0,0	-3,5	3,0	2,9
Electricidad y agua	3,9	5,2	4,3	4,3	3,9	3,9
Construcción	3,0	-9,0	0,0	-3,7	3,2	3,2
Comercio	3,3	2,7	2,5	3,0	3,5	3,5
Servicios	3,4	-0,4	1,9	1,0	2,9	2,9
Producto Bruto Interno	2,7	-0,5	2,2	0,9	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

39. El escenario base del Reporte actual supone la ocurrencia de un **Fenómeno El Niño (FEN) global y un FEN Costero**, ambos de magnitud moderada, en el primer trimestre de 2024. En el Reporte de junio, el escenario más probable era un El Niño costero débil, seguido de moderado.

En el Reporte previo se insumió la información publicada el 31 de mayo por el comité encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), que preveía la presencia de condiciones cálidas en la región Niño 1+2 para el verano de 2024, con una probabilidad de 77 por ciento. Este comunicado consideraba que, para dicho horizonte, el evento alcanzaría una magnitud entre débil y moderada. Sin embargo, en los comunicados del 31 de agosto y del 14 de setiembre se considera prácticamente certera la presencia de El Niño costero para el verano de 2024, ahora con una magnitud entre moderada y fuerte.

De forma similar, para la zona del Pacífico Central también se intensificó la magnitud esperada del evento y la magnitud más probable pasó de débil a moderada, como se observa en el siguiente cuadro:

Cuadro 16
PROBABILIDADES ESTIMADAS DE EL NIÑO DURANTE EL VERANO DE 2024
(En porcentaje)

Fecha del comunicado ENFEN	Región	Probabilidad	de la cual		
			Débil	Moderada	Fuerte o muy fuerte
31 de mayo	Pacífico Oriental (Niño 1+2)	77	35	33	9
31 de agosto		99	15	58	26
14 de setiembre		98	16	56	26
31 de mayo	Pacífico Central (Niño 3.4)	82	39	35	8
31 de agosto		99	25	56	18
14 de setiembre		100	16	67	17

Nota: el número sombreado indica el escenario más probable.

Adicionalmente, en el Reporte de junio se insumieron condiciones de El Niño costero moderadas para el invierno y primavera (julio-diciembre), con base en la información disponible. Sin embargo, en el comunicado del ENFEN, del 14 de setiembre, se menciona que las condiciones de El Niño costero se mantendrían fuertes hasta diciembre de 2023.

Una mayor duración de las condiciones cálidas fuertes tendría impactos en el sector agrícola, al perjudicar la floración y normal desarrollo de los frutales, favorecer la presencia de plagas y ocasionar pérdidas de cultivos por las intensas lluvias. Además, tendría repercusiones en la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro en 2023 e incluso en la primera temporada de 2024.

40. En cuanto a las proyecciones de cada sector económico:
- a) La **actividad agropecuaria** durante el segundo trimestre de 2023 registró bajos rendimientos agrícolas por anomalías climáticas y continuidad de la emergencia por gripe aviar¹. El PBI agropecuario en dicho periodo se redujo 5,7 por ciento, la tasa más baja desde el tercer trimestre de 1992 (-12,2 por ciento).

Hasta junio, la campaña agrícola fue impactada, en la sierra², por una sequía extrema y heladas desde 2022; y en la costa, por lluvias superavitarias y temperaturas cálidas

1 El 19/11/2022 se confirmó el primer caso en aves silvestres y el 28/11/2022 en aves de traspatio. La emergencia sanitaria continúa hasta diciembre 2023 (RJ 0028-SENASA-MIDAGRI).

2 La campaña agrícola de enero a junio, en la sierra comprende: 78 por ciento de las cosechas de papa, 90 por ciento de quinua, 95 por ciento de los forrajes, y 65 por ciento de alfalfa; en la costa comprende: 57 por ciento de las cosechas de arroz, 63 por ciento de limón, 43 por ciento de caña de azúcar y la temporada alta de cosechas de banano orgánico.



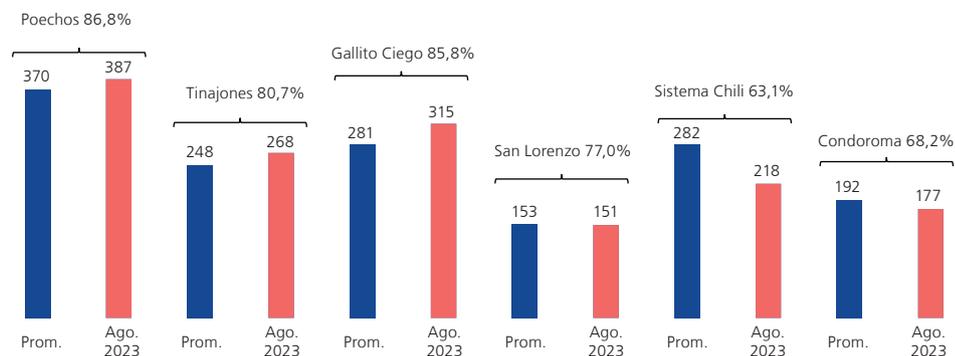
por El Niño costero y el ciclón Yaku. A nivel de productos, se registró una acentuada caída de papa, alfalfa y forrajes; y, en menor medida, de arroz y caña de azúcar. Además, se redujo la producción avícola (carne de ave y huevo) y de leche, por baja disponibilidad de alfalfa y forrajes.

Ante dicho panorama, y dado que las condiciones de El Niño costero serían más fuertes³, se revisó a la baja las proyecciones para el segundo semestre. Ello determinó un ajuste a la baja de la proyección de 2023 de 0,4 a -2,0 por ciento, con menor producción de arroz y frutales, afectados por anomalías cálidas en la costa norte; de café, por presencia de roya en algunas zonas cafetaleras; y de producción avícola, por la gripe aviar.

La proyección de 2024 se ajustó a la baja de 2,7 a 2,6 por ciento, ante la prolongación de las anomalías cálidas en la costa. Este resultado estaría atenuado por el incremento de 6,5 por ciento en las intenciones de siembras correspondientes, respecto al promedio de las áreas sembradas en las últimas cinco campañas agrícolas. Un factor que incentivaría este crecimiento serían los altos precios en el mercado interno durante 2023.

Al 29 de agosto, el almacenamiento de agua respecto al promedio de los últimos cinco años es mayor en varios reservorios del norte (Poechos, Gallito Ciego y Tinajones), y superior al 77 por ciento de su volumen útil total. Por su parte, en el sur el almacenamiento es menor al promedio (Sistema Chili y Condorama) y mayor a 63 por ciento de su volumen útil total.

Gráfico 40
VOLUMEN ALMACENADO DE PRINCIPALES RESERVORIOS 1/
(En millones de metros cúbicos)

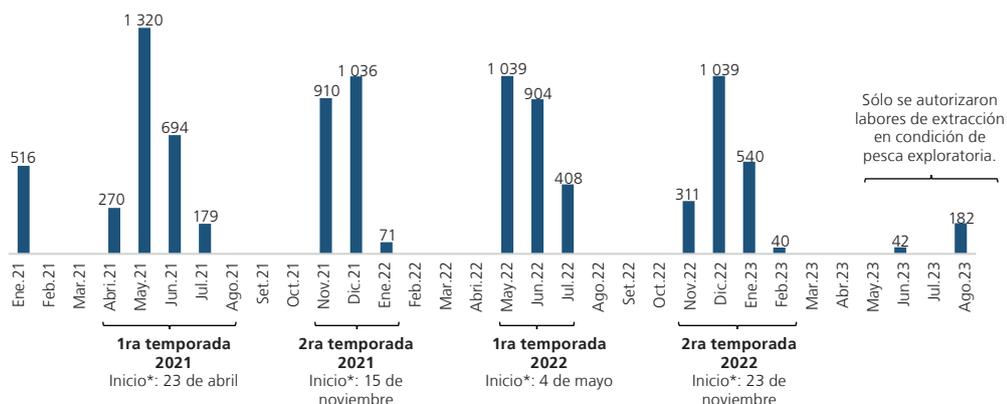


1/ Agosto 2023 con datos al día 29. La columna de promedio comprende los últimos cinco años (2018-2022) de igual fecha. El porcentaje listado en cada reservorio es el volumen almacenado a agosto de 2023 en porcentaje del volumen útil total.
Fuente: Junta de Usuarios y Proyectos Especiales de Irrigación.

- b) El **sector pesca** disminuyó 61,0 por ciento interanual en el segundo trimestre de 2023, principalmente por la menor captura de anchoveta (97,3 por ciento) ante el mantenimiento de la veda pesquera. También contribuyó al resultado del trimestre los menores desembarques de concha de abanico, debido a la muerte de ejemplares por el desborde del río Piura; y de langostino, como resultado de la menor demanda externa.

3 En el Reporte de Inflación de junio se asumieron condiciones El Niño costero moderadas para el invierno y primavera, pero estas serían fuertes, según datos observados y último comunicado del ENFEN del 31 de agosto.

Gráfico 41
CAPTURA DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL EN ZONA NORTE-CENTRO
(Miles de toneladas)



* Fecha de inicio de pesca exploratoria en las temporadas que hubo.
Nota: Información al 28 de agosto.
Fuente: IMARPE, Ministerio de Producción.

Durante la pesca exploratoria autorizada a inicios de junio se determinó que existía una alta incidencia de juveniles (92 por ciento en número y 82 por ciento en peso), por lo que se optó por no iniciar la primera temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro. En agosto se realizó otra pesca exploratoria en la referida zona, llegándose a capturar 0,2 millones de TM de anchoveta.

Como consecuencia de la ausencia de la primera temporada de pesca, así como la previsión del mantenimiento de anomalías cálidas fuertes en la temperatura del mar peruano hasta diciembre de este año⁴, se espera que la actividad del sector se reduzca en 26,4 por ciento en 2023, y que aumente en 10,5 por ciento en 2024.

- c) En el segundo trimestre de 2023 el **sector minería metálica** creció 20,3 por ciento, por la mayor extracción de la mayoría de los metales, en particular de cobre (29,7 por ciento), ante la entrada en operación de Quellaveco en el tercer trimestre de 2022⁵. Adicionalmente, se registró mayor producción de Southern y Las Bambas, puesto que en 2022 ambas empresas paralizaron operaciones por problemas con las comunidades. En el trimestre también se observó mayor producción de zinc (23,1 por ciento), por mayor procesamiento de Antamina, Volcan, Shouxin y Raura. Esta última reanudó operaciones en abril de 2022, luego de haber paralizado desde abril de 2020 por la emergencia sanitaria del COVID-19. Finalmente, hubo más producción de molibdeno (9,1 por ciento) por el inicio de producción de Quellaveco en mayo de 2023 y mayor extracción de Las Bambas.

Por el contrario, se registró menor producción de oro ante el menor procesamiento de Poderosa, por los ataques de la minería ilegal y la delincuencia organizada a sus operaciones mineras.

Para 2023 se revisa la proyección del sector de 8,3 a 8,8 por ciento, por la mejor ejecución en el primer semestre. Esta proyección asume un entorno de estabilidad sociopolítica que no afecte los planes de producción de las empresas. Para 2024 se prevé que el sector crezca 2,4 por ciento.

4 En el comunicado ENFEN N°14-2023 se menciona que es más probable que las condiciones cálidas fuertes en la costa peruana (región Niño 1+2) se mantengan hasta diciembre de 2023 y disminuyan en los meses siguientes.
5 La empresa produjo 78 mil TMF de cobre durante este trimestre.





- d) La actividad del **sector hidrocarburos** en el segundo trimestre se redujo 1,9 por ciento por la menor extracción de petróleo y líquidos de gas natural. La producción de petróleo se redujo 5,7 por ciento por la menor producción de los lotes ubicados en el zócalo (Z-2B) y en la costa (X, VI- VII, entre otros). Por otro lado, la producción del lote 95 (oriente) se incrementó por la mayor perforación de pozos. Asimismo, la menor extracción de líquidos de gas natural corresponde a la menor producción del lote 56.

En julio y agosto de 2023 la producción de gas natural y líquidos de gas natural estuvo afectada por mantenimientos registrados en la Planta Melchorita, lo cual afectó la producción de los lotes 56, 57 y 88. Por otro lado, los lotes 192 y 8 continúan sin operar, luego de que paralizaran operaciones en 2020. Asimismo, el lote 67 se encuentra paralizado desde octubre de 2022 por conflictos sociales.

Por lo anterior, en 2023 se revisa la proyección de crecimiento del sector de 4,7 a 2,2 por ciento, principalmente por la menor producción esperada durante el tercer trimestre ante los mantenimientos registrados. En 2024 el sector crecería 3,6 por ciento, asociado a una normalización de la extracción de petróleo en los lotes en la selva.

- e) La actividad del **subsector manufactura primaria** cayó 18,9 por ciento en el segundo trimestre de 2023, principalmente por la menor producción de conservas, congelados y harina y aceite de pescado, debido a que no se inició la primera temporada de pesca.

Se revisa a la baja la proyección del subsector en 2023 de un crecimiento nulo a una caída de 4,2 por ciento, considerando principalmente la menor actividad pesquera. Se espera un incremento de 3,2 por ciento para 2024.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** se contrajo 8,8 por ciento en el segundo trimestre de 2023 afectada por la caída de la inversión privada y la moderación del consumo. Las ramas que registraron una menor producción fueron las de insumos, como madera procesada y plásticos; bienes orientados a la inversión, como productos metálicos y cemento; bienes de consumo masivo, como muebles, cerveza y malta, y aceites y grasas; y bienes orientados al mercado externo, como prendas de vestir, hilados y tejidos, y conservas de alimentos.

Se proyecta una caída de 3,5 por ciento de la manufactura no primaria en 2023; no obstante, la producción del subsector continuaría ubicándose por encima de los niveles previos a la pandemia. Asimismo, se espera un crecimiento interanual de 2,9 por ciento para 2024.

- g) El **sector construcción** disminuyó 6,7 por ciento en el segundo trimestre de 2023, debido a menores proyectos privados y de autoconstrucción.

Para 2023 se revisa la proyección de la actividad del sector construcción de un crecimiento nulo a una caída de 3,7 por ciento, pues la autoconstrucción se recuperaría más lentamente durante el segundo semestre. Para 2024 se prevé un crecimiento de 3,2 por ciento, impulsado por la recuperación de la inversión pública y privada.

- h) En el segundo trimestre de 2023 el **sector comercio** creció 3,1 por ciento, impulsado por las mayores ventas al por mayor (3,0 por ciento), al por menor (3,5 por ciento) y de vehículos automotores y motocicletas (2,6 por ciento).

Para 2023 se espera que la actividad del sector se incremente 3,0 por ciento. Asimismo, en 2024 el sector crecería 3,5 por ciento.

- i) El **sector servicios** registró un crecimiento nulo durante el segundo trimestre del año. La menor actividad de los sectores telecomunicaciones, financiero e impuestos y derechos de importación, se compensó con la mayor actividad de las otras ramas. El rubro de telecomunicaciones estuvo afectado por los menores servicios de llamadas por teléfono fijo y móvil, así como por la desaceleración del consumo de internet ante el retorno a las actividades presenciales.

Por otro lado, los sectores de transporte y almacenamiento (2,4 por ciento), y alojamiento y restaurantes (5,5 por ciento) registraron una leve aceleración en comparación al primer trimestre, el cual estuvo afectado por los conflictos sociales y las lluvias registrados en el primer trimestre.

Para 2023 se espera un crecimiento del sector de 1,0 por ciento, con una recuperación de la actividad en el segundo semestre. Para 2024 se espera que el sector crezca 2,9 por ciento.

PBI gasto

41. Por el lado del gasto, la contracción del producto en el primer semestre de 2023 se explica principalmente por: (i) una reducción de la inversión privada en un contexto de eventos climáticos adversos, conflictividad social y disminución de la inversión residencial; y (ii) un bajo dinamismo del consumo privado, afectado por la baja confianza de los agentes y el impacto de la inflación sobre la capacidad adquisitiva de los hogares. Estos eventos fueron reforzados por la utilización de inventarios acumulados, principalmente de la manufactura y minería.

Tomando en cuenta la ejecución del primer semestre y un escenario de recuperación gradual de la confianza del consumidor y de los empresarios en la segunda mitad del año, se proyecta un crecimiento del PBI de 0,9 por ciento en 2023. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento (3,0 por ciento) en un escenario de estabilidad sociopolítica y macroeconómica que favorezcan la recuperación de la confianza empresarial.

Cuadro 17
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

	2022	2023*			2024*	
		I Sem.	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
Demanda interna	2,3	-2,5	1,5	-0,3	2,9	3,0
Consumo privado	3,6	0,3	2,6	1,2	3,0	3,0
Consumo público	-3,4	-1,6	2,0	2,0	3,0	2,0
Inversión privada	-0,4	-10,1	-2,5	-5,3	1,8	1,8
Inversión pública	7,7	2,1	1,5	1,5	4,0	4,0
Var. de inventarios (contribución)	0,1	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,2
Exportaciones	6,1	5,0	3,4	2,8	3,3	3,3
Importaciones	4,4	-3,1	0,8	-2,0	2,9	3,4
Producto Bruto Interno	2,7	-0,5	2,2	0,9	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

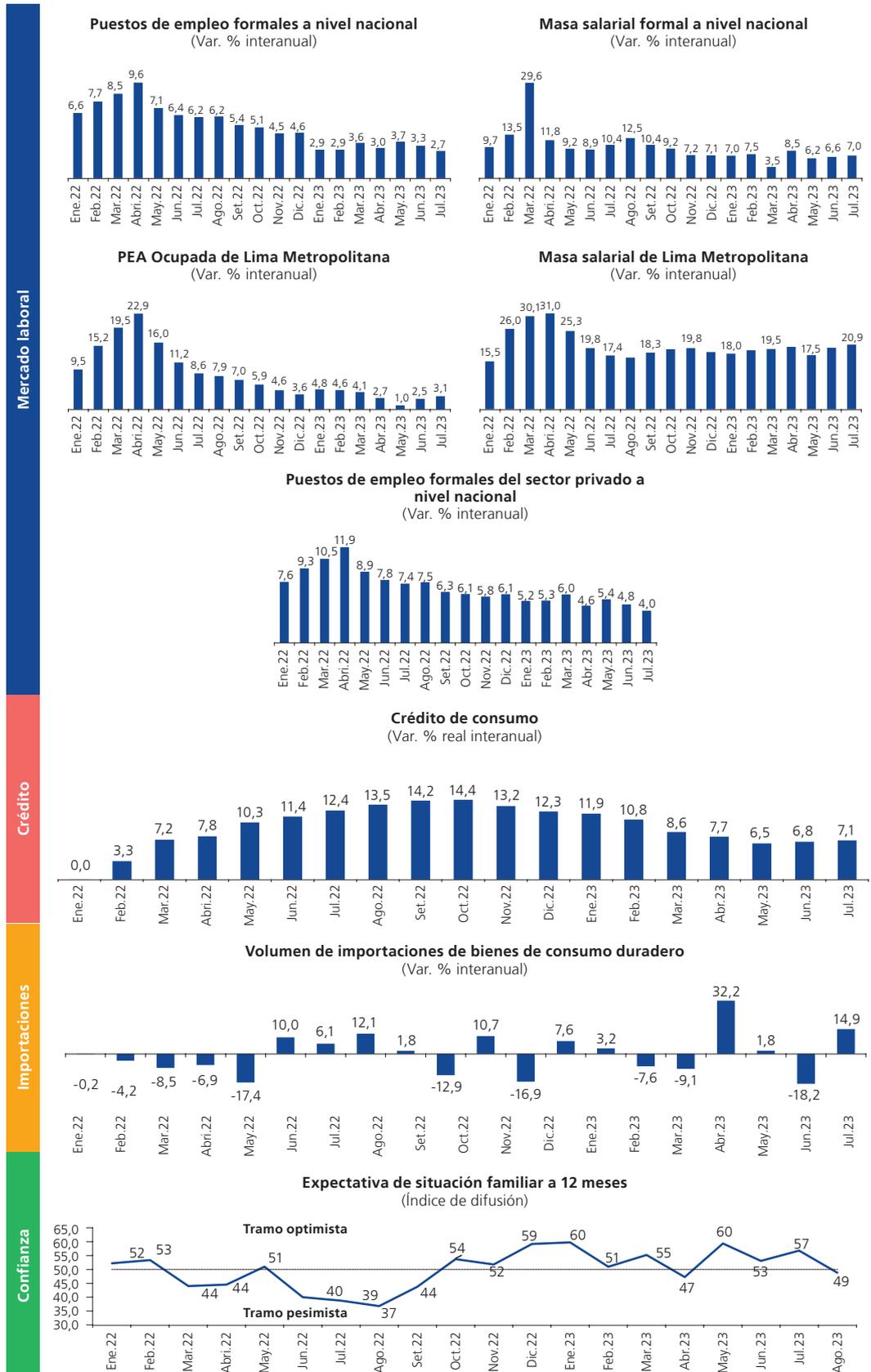
* Proyección.

Fuente: BCRP.

42. Algunos **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados al consumo privado** dan cuenta de una desaceleración en los últimos meses: el crédito de consumo mostró un menor dinamismo respecto al último Reporte, principalmente en el uso de tarjetas de crédito; el volumen de importaciones de bienes de consumo duradero se contrajo en julio aunque se expandió en agosto; y la confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar futura, se redujo en agosto, ubicándose en el tramo pesimista en este último mes.



Gráfico 42
INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO

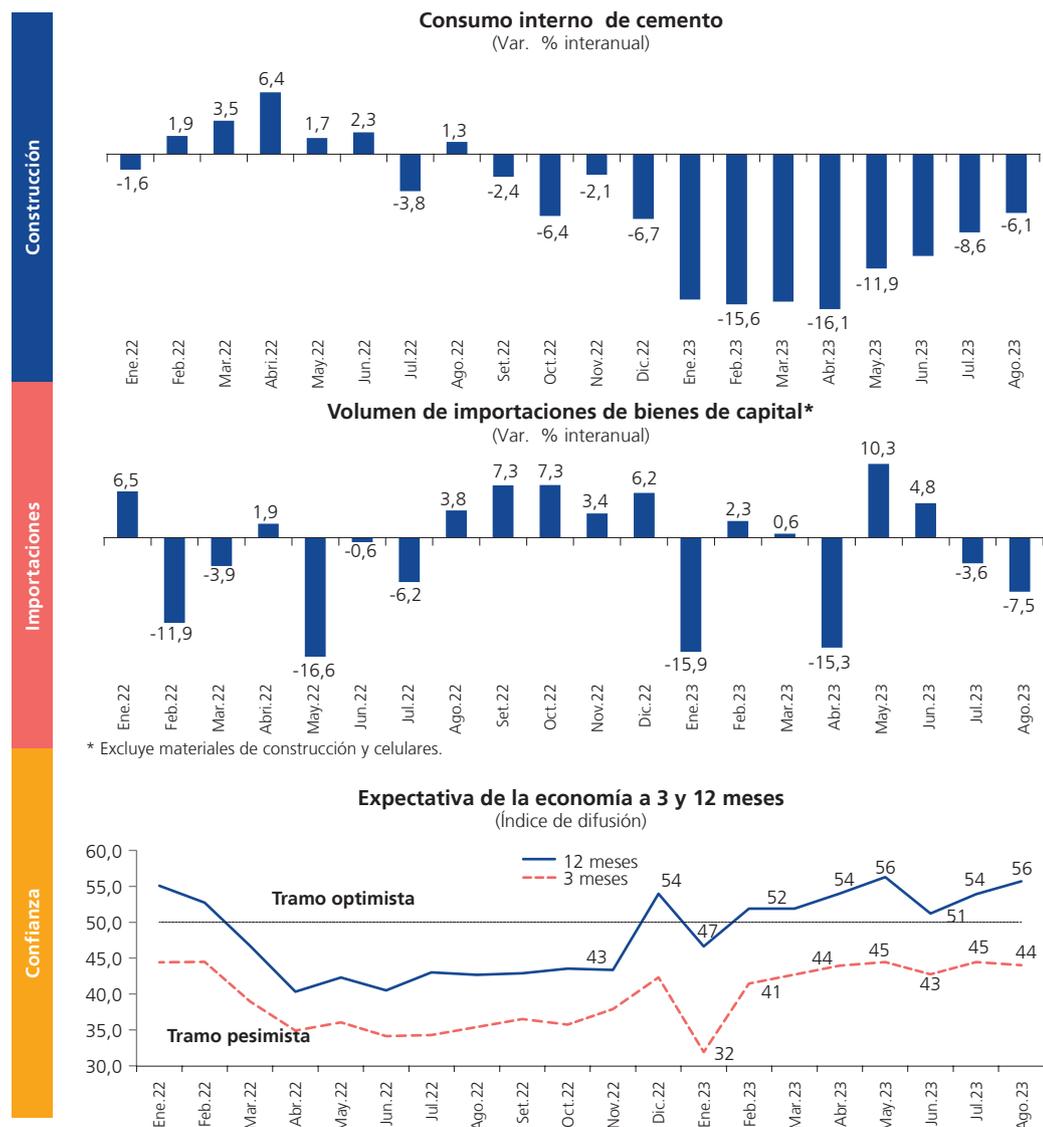


Fuente: BCRP, INEI, SUNAT y Apoyo Consultoría.

Los puestos de trabajo a nivel nacional del sector formal y la masa salarial continuaron aumentando respecto a 2022, aunque a tasas más bajas. En Lima Metropolitana se observaron menores tasas de incremento de la población ocupada, de acuerdo con la Encuesta Permanente de Empleo del INEI.

43. Los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada** muestran una evolución desfavorable. El consumo interno de cemento se contrajo desde inicios de año por el menor dinamismo de obras privadas residenciales, el bloqueo de carreteras y el lento avance de la inversión pública respecto al año previo. El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, creció en junio, aunque se contrajo en julio y agosto. Por su parte, si bien las expectativas de la economía a 12 meses se han recuperado en los últimos 3 meses, las expectativas a 3 meses volvieron a disminuir en agosto y aún se encuentran en el tramo pesimista desde abril de 2021, acumulando 29 meses en terreno negativo.

Gráfico 43
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: BCRP, SUNAT y empresas cementeras.



44. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de agosto muestra que los agentes proyectan un crecimiento entre 1,0 y 1,9 por ciento para el presente año, y un rango entre 2,3 y 2,6 por ciento para 2024.

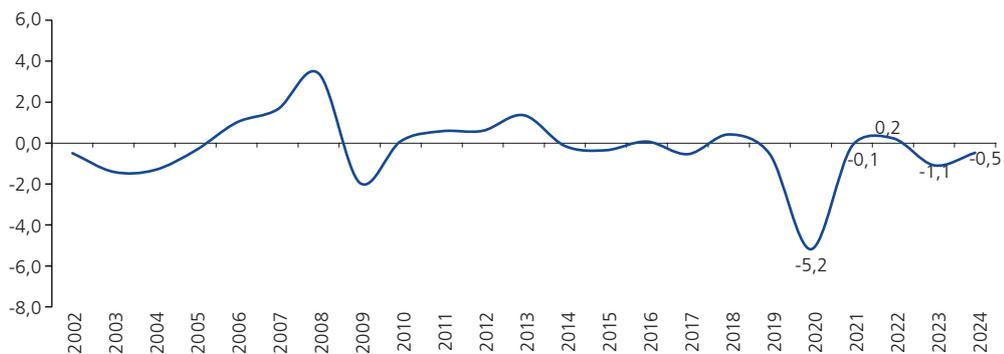
Cuadro 18
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales)

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

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

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

Gráfico 44
BRECHA DE PRODUCTO
 (Porcentaje del PBI potencial)



Fuente: BCRP.

46. El **consumo privado** del primer semestre de 2023 se incrementó en 0,3 por ciento: la pérdida de su dinamismo se explica por la lenta recuperación de la confianza del consumidor y por el efecto de la inflación sobre el poder adquisitivo de los hogares.

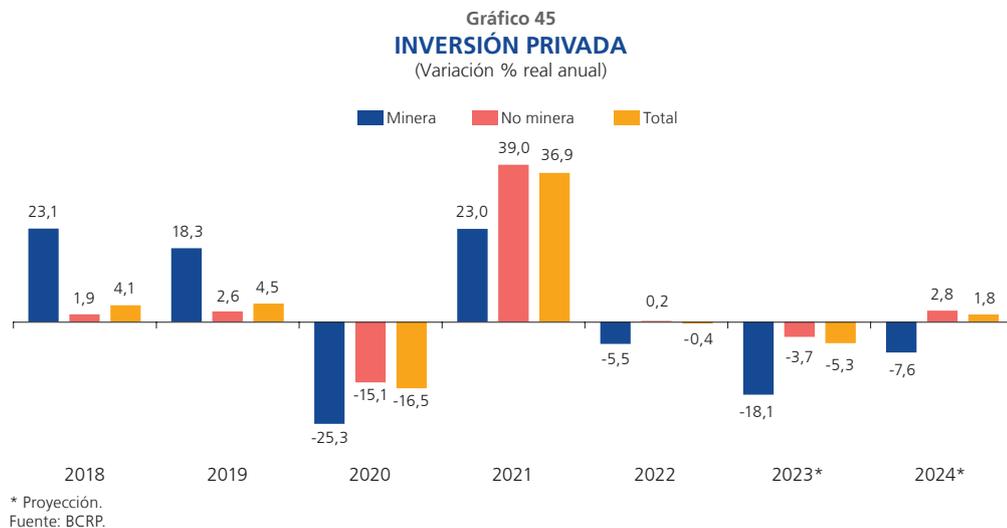
Para 2023 se espera que el consumo privado se ralentice en un contexto de lenta recuperación de la confianza del consumidor luego de los conflictos sociales acontecidos

en los primeros meses del año y del menor dinamismo del mercado laboral observado en los últimos meses. Respecto a lo previsto en el Reporte previo se reduce la proyección de crecimiento del consumo privado de 2,6 a 1,2 por ciento, mientras que para 2024 se mantiene la proyección en 3,0 por ciento.

47. La **inversión privada** del primer semestre se contrajo 10,1 por ciento como resultado de la caída y lenta recuperación de las expectativas empresariales, derivadas de los conflictos sociales y eventos climáticos adversos. Asimismo, influyó la ausencia de nuevos megaproyectos y una menor inversión residencial.

Se estima que la inversión privada se contraiga 5,3 por ciento en 2023, en un escenario de eventos climáticos adversos y baja confianza empresarial en la primera mitad del año, los que tendrán un impacto negativo en las decisiones de nuevos proyectos de inversión. En 2024 se espera que las expectativas se recuperen y la inversión crezca 1,8 por ciento, principalmente por los desembolsos contemplados en sectores no mineros.

Respecto a lo previsto en junio, se reduce la proyección de la inversión para 2023 de -2,5 a -5,3 por ciento, debido a una recuperación más pausada de la confianza empresarial y un menor nivel de ejecución de la inversión observada. Para 2024 se mantiene la proyección de crecimiento en 1,8 por ciento.



- a. En el **sector minero**, las inversiones en 2022 totalizaron US\$ 5 364 millones, principalmente de las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 1 067 millones), Antamina (US\$ 459 millones) y Yanacocha (US\$ 422 millones). La proyección para el periodo 2023-2024 considera el inicio de la fase de construcción de San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) en 2023. Para 2024, se considera el comienzo de la fase de construcción del proyecto Reposición Antamina (US\$ 2 mil millones).
- b. Respecto a los **sectores no mineros**, destaca el avance de las obras del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez con una inversión de US\$ 2 mil millones. La segunda pista de aterrizaje y la nueva torre de control entrarían en operación en el presente año.





Por su parte, la construcción del nuevo terminal de pasajeros estaría finalizada a fines de 2024.

La primera fase de la construcción del Terminal Portuario de Chancay continuó avanzando en los últimos meses y se espera su puesta en marcha a fines de 2024 con una inversión de US\$ 1,3 mil millones. También se observan avances de obras de la Línea 2 del Metro de Lima, en la cual se ha concluido el tramo I que une Santa Anita con la vía de Evitamiento (las pruebas se realizarían a fines de año) y se ha empezado las obras de la Línea 4 (que conecta la Línea 2 con el Aeropuerto Jorge Chávez). Por otro lado, Viettel Perú ganó la concesión de las bandas 2.3 GHz y AWS-3 para la conexión móvil y de internet con la tecnología 4G, con un compromiso de inversión de US\$ 600 millones para que más de 3 800 localidades cuenten con esta tecnología (principalmente en el interior del país) en un periodo de dos años.

Cuadro 19
ANUNCIOS DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2023-2024

SECTOR	EMPRESA/CONSORCIO	PROYECTO
MINERÍA	Antamina	Reposición Antamina
	Chinalco	Ampliación Toromocho Fase 2
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Perú	Distribución de gas natural
ELECTRICIDAD	Huallaga Hydro	Planta Hidroeléctrica Huallaga I
	ISA Perú	Enlace 500 kV Mantaro - Carapongo
	Luz del Sur	Planta Hidroeléctrica Santa Teresa II
	Hydro Global Perú	Planta Hidroeléctrica San Gabán III
INDUSTRIA	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
TRANSPORTE	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Cosco Shipping Ports Chancay	Terminal Portuario de Chancay I
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario San Nicolás (Marcona)
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte del Callao
	DP World Callao	Ampliación Muelle Sur del Callao
TELECOMUNICACIONES	Viettel Perú	Servicios Móviles con tecnología 4G
	América Móvil Perú	Redes de fibra óptica

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Para el período 2023-2024, Proinversión reporta a fines de agosto de 2023 una cartera de US\$ 10,5 mil millones en **proyectos de inversión por adjudicar**.

Cuadro 20
PROYECTOS DE INVERSIÓN POR CONCESIONAR ANUNCIADOS PARA 2023-2024+
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	10 537
Anillo Vial Periférico	2 380
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	914
Grupo 1: Enlace Huánuco-Tocache-Celendín & Enlace Celendín-Nueva Piura	883
Parque Industrial de Ancón	762
Sistema hídrico integral del Valle Chancay - Lambayeque	619
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Trujillo	409
Terminal Portuario - Marcona	405
Obras de Cabecera (1era fase)	330
Grupo 1 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	307
Grupo 2 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	290
Ferrocarril Huancayo Huancavelica	263
Colegios en Riesgo - Lima Metropolitana	258
Hospital Hipólito Unanue	250
Proyecto turístico Choquequirao	190
Operación y mantenimiento del hospital especializado de Cajamarca	176
Grupo 3 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	175
Terminal Internacional de Chimbote	172
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Tarapoto y San José de Sisa	152
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - y Desaladora Paita y Talara	150
Colegios en Riesgo - Ate y San Juan de Lurigancho	140
Nuevo Hospital Militar Central	116
Hospital Villa El Salvador - HEVES	113
Desaladora Ilo	110
Grupo 4 - Proyectos del Plan de Transmisión 2023 - 2032	98
Colegios en Riesgo - Comas y SMP	91
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Puerto Maldonado	89
Centro de Convenciones de Lima	78
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Chincha	70
Colegios en Riesgo - VMT	69
Iniciativa Privada Cofinanciada - Cusco	58
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cajamarca	56
Desaladora Lambayeque	49
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cusco	44
Planta de Tratamiento de Aguas Residuales - Cañete	33
Saneamiento Rural Loreto	26
Gestión Integral y Manejo de Residuos Sólidos en Establecimientos de Salud	24
Teleférico Centro Histórico de Lima – Cerro San Cristóbal	16

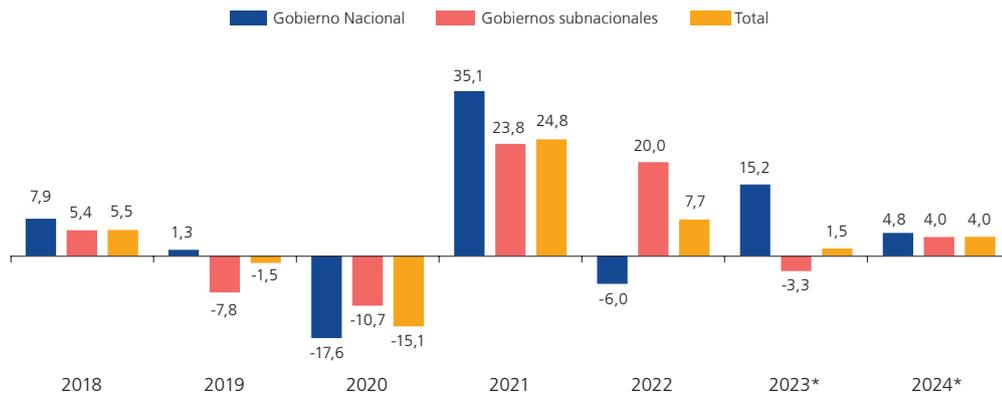
Fuente: Proinversión

48. La **inversión pública** se incrementó 2,1 por ciento interanual en el primer semestre de 2023, principalmente por los resultados del segundo trimestre: los desembolsos del Gobierno Nacional aumentaron en proyectos de infraestructura y obras de prevención de riesgos en el marco del programa Con Punche Perú. Asimismo, se observó mayor inversión en los Gobiernos Regionales de Cusco, Puno y Junín.

Se mantiene la proyección de un crecimiento de 1,5 por ciento en la inversión pública para 2023. La estimación continúa asumiendo que el crecimiento de la inversión del Gobierno Nacional será mayor a la caída de la inversión de los gobiernos subnacionales que usualmente se observa en el primer año de mandato de las autoridades locales. Para 2024 se mantiene la proyección para la inversión pública en 4,0 por ciento.



Gráfico 46
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación % real anual)



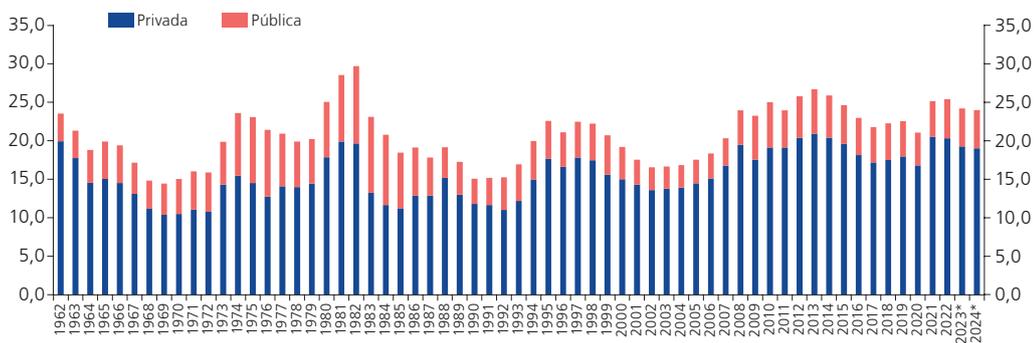
Nota: La inversión pública está compuesta por la inversión del Gobierno Nacional, de los Gobiernos subnacionales y la inversión de las empresas públicas no financieras.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

49. Se prevé que la **inversión bruta fija**, como porcentaje del PBI, se reduzca de 25,3 a 23,3 por ciento entre 2022 y 2023 por la caída de la inversión privada. Se espera una contracción adicional de este indicador en 2024, representando el 22,8 por ciento del producto en dicho año. Para que la inversión se recupere es necesario preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apuntalen la productividad de la economía.

Gráfico 47
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2024
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Fuente: BCRP.

Recuadro 1
IMPACTO DE LA INESTABILIDAD SOCIAL EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA
DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

En los últimos años, la economía peruana ha sido golpeada por dos importantes choques: el COVID-19 y la incertidumbre política. Recientemente se añade un El Niño costero. La pandemia del COVID-19 generó una fuerte contracción del nivel de actividad que se concentró a nivel mundial en el segundo trimestre de 2020, siendo el Perú uno de los países más afectados con una caída sin precedentes en un trimestre (-30 por ciento) debido a las medidas extremas de aislamiento social con el fin de reducir el ritmo de contagios (siendo los sectores de alto grado de interacción personal los más afectados). Hacia el cuarto trimestre de 2020, se había recuperado la mayor parte del producto con el levantamiento gradual de las medidas de confinamiento y la aplicación de medidas extraordinarias de política monetaria y fiscal para evitar un rompimiento de la cadena de pagos de la economía. Desde 2021 se agudiza la incertidumbre política y se ralentiza el ritmo de recuperación trimestral (medido de forma desestacionalizada) a pesar de gozar desde aquel entonces de un entorno de términos de intercambio altamente favorables. Más recientemente, las protestas sociales con acciones de impedimento del libre tránsito de personas y bienes generaron un deterioro adicional de la menguada confianza de los consumidores y empresas, lo cual fue seguido por factores climáticos adversos. Así, el nivel de actividad económica al segundo trimestre de este año aún se encuentra solo 2,2 por ciento por encima del nivel prepandemia (cuarto trimestre de 2019)⁶.

Tal como indica el FMI (2022)⁷, tanto la incertidumbre política como el malestar social (que típicamente se manifiestan en la forma de disturbios sociales) pueden afectar negativamente la inversión privada, socavar la confianza del mercado y aumentar la prima por riesgo de un país. Tomando ello en cuenta, este recuadro busca analizar los efectos tanto de corto como de largo plazo de la incertidumbre política y malestar social sobre la actividad económica. En particular se destaca que uno de los principales canales de transmisión en el caso del Perú ha sido a través del efecto negativo sobre la confianza empresarial.

La relación entre inestabilidad social y actividad económica: mecanismos de transmisión e impactos

Barrett y Chen (2021)⁸ definen a la inestabilidad social como las acciones de manifestaciones, disturbios y otras formas de desorden civil y conflicto. Dichos episodios son distintos según los objetivos que persiguen, los niveles de violencia que presentan o el contexto político en el que se desarrollan. Además, pueden generar una variedad amplia de consecuencias políticas y económicas.

Existe doble dirección de causalidad entre inestabilidad social y actividad económica. Por un lado, algunos estudios encuentran que economías con pobre crecimiento económico tienden a generar un ambiente propenso para incentivar el descontento de la población (Barrett y otros, 2021 y Hadzi-Vaskov y otros, 2021)⁹. Sin embargo, otros autores argumentan que es más probable que la dirección del efecto opere desde la inestabilidad social hacia la actividad. El siguiente cuadro resume los diversos canales mediante los cuales la inestabilidad social puede terminar afectando los niveles de actividad un país.

6 Calculado sobre la base del PBI desestacionalizado en frecuencia trimestral.

7 Fondo Monetario Internacional (2022). Perú: Article IV Consultation. IMF Country Report No. 22/137.

8 Barrett y Chen (2021). The Economics of Social Unrest. International Monetary Fund.

9 Barrett, Bondar, Chen, Chivakul e Igan (2021). Pricing Protest: The Response of Financial Markets to Social Unrest. IMF Working Paper.



Canal	Efectos
Deterioro del acervo de capital físico y mano de obra	Los destrozos y saqueos pueden generar daños a la infraestructura productiva como carreteras, aeropuertos, hospitales. Además, la población puede resultar herida o fallecer durante estos eventos o puede recurrir a desplazarse hacia otras regiones o países más seguros.
Interrupción de las cadenas productivas	Los bloqueos de carreteras impiden el libre tránsito de productos y trabajadores. La dificultad para el abastecimiento de productos puede generar alzas en los precios y escasez de suministros. Se generan reducciones y/o paralizaciones de la producción.
Mayor riesgo e incertidumbre	La inestabilidad social conlleva a un mayor nivel de incertidumbre. Se reduce la confianza de los consumidores y las empresas, los cuales postergan sus decisiones de consumo e inversión. Asimismo, se afectan las decisiones de contratación de las empresas perjudicando los niveles de empleo.
Reformas y cambios en las instituciones	Los reclamos sociales pueden derivar en importantes reformas y grandes cambios en las instituciones. Dichos cambios pueden ser positivos y/o negativos dependiendo de si representan una mejora o no sobre las instituciones y, por ende, sobre el crecimiento de largo plazo.

Fuente: Diakonova, Molina, Mueller, Pérez y Rauh (2022). The information content of conflict, social unrest and policy uncertainty measures for macroeconomic forecasting. Banco de España. Documento de Trabajo N.º 2232. Hadzi-Vaskov, Pienknagura y Ricci (2021). The Macroeconomic Impact of Social Unrest. IMF Working Paper. Appleton, Bleaney y Matta (2016). The Impact of the Arab Spring on the Tunisian Economy. World Bank Group. Policy Research Working Paper. Khandelwal y Roitman (2013). The Economics of Political Transitions: Implications for the Arab Spring. IMF Working Paper. Bernal-Verdugo, Furceri y Guillaume (2013). The Dynamic Effect of Social and Political Instability on Output: The Role of Reforms. IMF Working Paper. Barrett, Bondar, Chen, Chivakul e Igan (2021). Pricing Protest: The Response of Financial Markets to Social Unrest. IMF Working Paper.

La literatura existente encuentra que el efecto final sobre la actividad dependerá de la duración del evento (Barrett y otros, 2021) y del grado de desarrollo de las instituciones (Hadzi-Vaskov y otros, 2021 y Bernal-Verdugo y otros, 2013).

EVIDENCIA EMPÍRICA DEL IMPACTO ECONÓMICO DE LOS DISTURBIOS SOCIALES

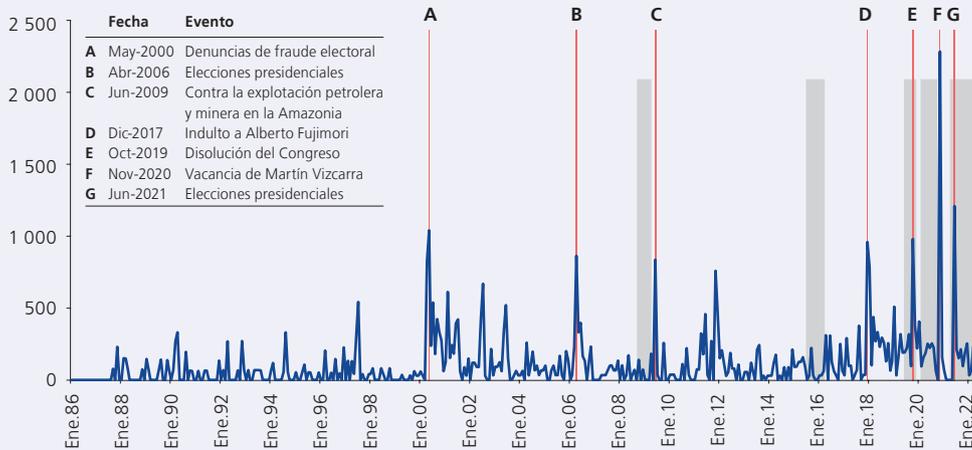
Autor(es)	Muestra	Periodo	Resultados
Hadzi-Vaskov y otros (2021)	89 países	1990-2019	<ul style="list-style-type: none"> Los disturbios tienen un efecto negativo sobre el PBI: un aumento de una desviación estándar en el índice de disturbios sociales provoca en promedio una caída del PBI en 0,2 puntos porcentuales en los seis trimestres posteriores al choque. Si el disturbio social es grande, el PBI se reduce en promedio 1 punto porcentual hasta seis trimestres después del evento. El impacto varía según el motivo: los eventos motivados por razones socioeconómicas tienen mayor impacto que aquellos motivados por razones políticas. A nivel de componentes de gasto, el efecto es mayor sobre el consumo mientras que es limitado sobre la inversión.
Appleton y otros (2016)	Túnez	2011-2013	<ul style="list-style-type: none"> La pérdida en el PBI fue de 5,5, 5,1 y 6,4 por ciento para los años 2011, 2012 y 2013, respectivamente, siendo la inversión el componente más golpeado.
Khandelwal y Roitman (2013)	11 países	1980-2010	<ul style="list-style-type: none"> El PBI se reduce en el año en el que sucede un evento de inestabilidad social, cayendo entre 1 a 7 por ciento, llegando a mantenerse por debajo de su potencial cuatro o cinco años luego del evento. La tasa de empleo se reduce entre 1 a 1,5 por ciento durante los dos años posteriores a la fecha del evento y demora entre 4 a 5 años para volver a los niveles previos. Los efectos en el consumo son limitados, mientras que la inversión puede caerse entre 10 a 40 por ciento en el año del evento, tomándole 5 años volver a su nivel pre-crisis.
Bernal-Verdugo y otros (2013)	183 países	1980-2010	<ul style="list-style-type: none"> El PBI demora entre 2 a 3 años en recuperarse después de un episodio de inestabilidad social.

Fuente: Barrett y otros (2021), Hadzi-Vaskov y otros (2021), Appleton y otros (2016), Khandelwal y Roitman (2013), Bernal-Verdugo y otros (2013).

La mayoría de estudios utilizan como *proxy* de la inestabilidad social alguna medida que busque aproximar la existencia e intensidad de las acciones de disturbios. Precisamente, una de las medidas más usadas es el denominado *Reported Social Unrest Index* (RSUI) propuesto por Barrett (2022). Este índice mide el grado de inestabilidad social en distintos países del mundo, utilizando noticias relacionadas a temas como manifestaciones y revueltas para cada país. Para el caso peruano, los datos disponibles del RSUI

comprenden el período desde enero de 1986 hasta marzo de 2022. Sobre la base de dicho índice, es posible identificar 7 eventos de gran inestabilidad social (donde el RSUI toma valores muy altos), de los cuales la mayoría han estado relacionados con eventos de inestabilidad política tal como se puede ver en el siguiente gráfico.

PERÚ: EVENTOS DE INESTABILIDAD SOCIAL SEGÚN EL RSUI Y CONFIANZA EMPRESARIAL



Notas:
 (1) Un aumento del RSUI indica un incremento en la inestabilidad social. El índice ha sido normalizado usando la media del periodo ene86-dic19.
 (2) Las barras de verde indican períodos donde el índice de confianza de la economía a 3 meses se encuentra en el tramo pesimista (nivel menor a 50) por 5 meses consecutivos o más.
 Fuente: Barrett (2022) y BCRP.

La literatura revisada evidencia que un canal importante por el cual opera la inestabilidad social es el de la incertidumbre. Esta última variable es importante porque tiene efectos reales sobre la economía tanto de corto como de largo plazo. En primer lugar, un aumento de la incertidumbre puede ocasionar una reducción de la confianza. Esta menor confianza genera que las empresas y los hogares decidan esperar más para tomar sus decisiones. Por ejemplo, las empresas postergarán sus planes de inversión o retrasarán la contratación de trabajadores; mientras que los consumidores serán más cautelosos en sus compras principalmente de bienes durables. Todo ello se reflejará en una reducción de la inversión y el consumo y, por ende, de la actividad. El gráfico previo muestra precisamente que los períodos donde la confianza ha permanecido por más tiempo en el tramo pesimista (nivel menor a 50) coinciden con los períodos donde el RSUI ha presentado valores muy altos. Esto es relevante porque la evolución de la confianza empresarial está a su vez estrechamente relacionada con la inversión y el producto¹⁰ (el Recuadro 3 del Reporte de Inflación de junio de 2023 presenta un análisis detallado de la relación entre confianza y actividad económica en el corto plazo).

En segundo lugar, un aumento de la incertidumbre tiene efecto sobre las primas por riesgo en la medida que aumenta la probabilidad de los eventos de cola (como la quiebra de empresas). Este efecto puede reforzarse con el primero y amplificar la reducción del gasto privado (principalmente por el lado de la inversión).

10 El coeficiente de correlación de la confianza empresarial rezagada dos períodos con la variación porcentual de la inversión privada fija es de 0,78 (período 2008-2019, frecuencia trimestral). Por su parte, el coeficiente de correlación de la confianza empresarial rezagada tres periodos con la variación porcentual del PBI es de 0,63 (periodo diciembre 2007-diciembre 2019, frecuencia mensual).



La economía peruana muestra signos de desaceleración desde el segundo semestre de 2022, periodo que coincide con el incremento de la inestabilidad social, el cual alcanzó su punto más alto en enero de 2023. Según datos de la Defensoría del Pueblo, las acciones colectivas como bloqueo de vías, movilizaciones, paros, entre otros, alcanzaron su pico en enero de 2023, llegando a registrarse 1 261 acciones y superando ampliamente al mayor registro de los últimos 5 años (en noviembre de 2020 fue de 351).

ACCIONES COLECTIVAS DE PROTESTA (Enero 2018 - julio 2023)



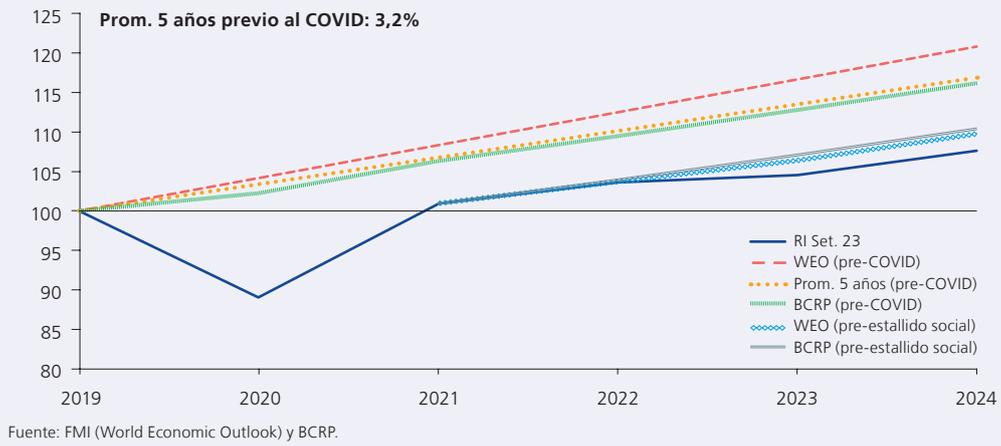
Fuente: Defensoría del Pueblo.

Efectos de largo plazo

Una forma de cuantificar el costo del doble choque (COVID-19 y estallido social reciente) es comparar el nivel de actividad observado con el que se hubiera alcanzado en un escenario contrafactual sin ambos choques. Siguiendo la metodología empleada en el Recuadro 4 del Reporte de Inflación de diciembre de 2021, se utilizan las proyecciones del *World Economic Outlook* (WEO) y del BCRP previas a la crisis del COVID-19 y previas al estallido social de diciembre 2022-enero 2023¹¹. El gráfico muestra que el nivel de PBI ha experimentado una pérdida permanente de producto puesto que no ha podido recuperar los niveles que hubiese tenido de no haber ocurrido dichos choques. Tomando en cuenta solo las proyecciones de los Reportes de Inflación, se estima que el nivel de PBI hacia 2024 (línea morada sólida) se encuentra 7,3 por ciento por debajo del nivel que hubiese alcanzado en ausencia del COVID-19 (línea discontinua con marcador cuadrado). Esa pérdida a su vez se puede descomponer tomando en cuenta que, si se hubiera crecido a las tasas de crecimiento proyectadas en el Reporte de Inflación de setiembre de 2022, el nivel de PBI (línea discontinua con marcador redondo) estaría 5,0 por ciento por debajo. Por lo tanto, esta metodología estima que la diferencia (2,3 puntos porcentuales) refleja el costo de tener tasas de crecimiento hacia 2024 más bajas después del estallido social y los fenómenos climáticos adversos recientes. Sin embargo, la metodología no controla por otros choques a los que ha estado expuesta la economía peruana.

11 Se utilizan las proyecciones de crecimiento del PBI para Perú del WEO de octubre de 2022 y las del Reporte de Inflación de setiembre de 2022.

**EFFECTOS PERMANENTES DEL COVID-19 Y EL RECIENTE ESTALLIDO SOCIAL
SOBRE EL PBI DE PERÚ**
(Índice 2019 = 100)



Recuadro 2 DESAFÍOS PARA ELEVAR EL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA PERUANA

El Perú es un país con un gran potencial de crecimiento y desarrollo económico. Sin embargo, si bien la economía peruana creció a tasas altas durante el primer decenio de este siglo, su crecimiento ha mostrado una tendencia decreciente que se ha agudizado en los últimos años. En este Recuadro se examina la evolución del crecimiento del PBI potencial de Perú, así como los desafíos que el país debe superar –con sentido de urgencia– para elevarlo.

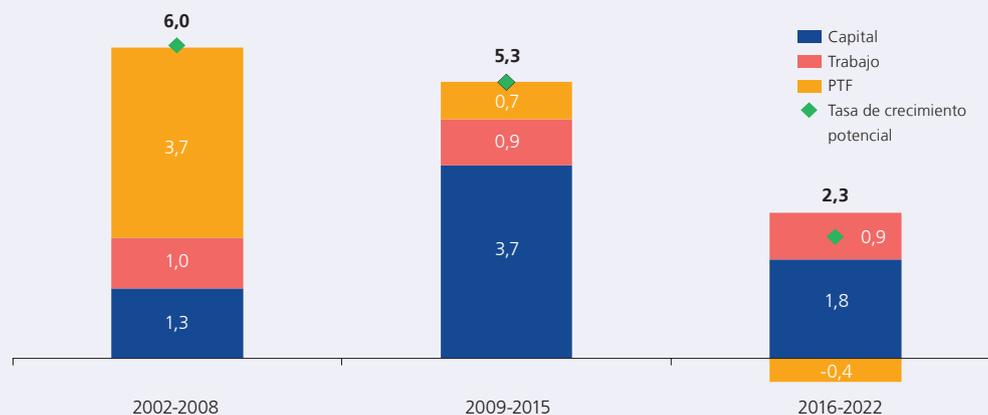
Desaceleración del crecimiento potencial

El PBI potencial es el nivel de producto agregado que puede ser sostenido sin generar presiones al alza o a la baja sobre la inflación. En lo que va de este siglo, el PBI potencial de Perú alcanzó sus mayores tasas de crecimiento en el período 2002-2008 (6,0 por ciento como promedio anual), coincidente con el auge del superciclo de precios de los *commodities*. En contraste, tras ello se observa una tendencia decreciente en la tasa de crecimiento del PBI potencial, al pasar primero a 5,3 por ciento promedio anual en el periodo 2009-2015 y luego a 2,3 por ciento en 2016-2022.

El crecimiento del PBI potencial depende de la acumulación de factores productivos y de su productividad. Por un lado, la acumulación de factores (trabajo y capital) resulta principalmente de la inversión y del crecimiento de la población en edad de trabajar. Por otro lado, la productividad mide la capacidad de producir más a partir de los factores acumulados, y depende de la eficiencia con la que se combinan el trabajo y el capital, la cual está asociada a aspectos tecnológicos, regulatorios, institucionales, entre otros. Mediante un ejercicio de contabilidad del crecimiento potencial, se obtiene que la desaceleración en el período 2016-2022 se explica por la menor contribución del capital y por la menor productividad total de los factores (PTF).

CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO DEL PBI POTENCIAL

(Tasas de crecimiento y contribuciones porcentuales)



La tasa promedio de crecimiento potencial se encuentra en negrita. La contribución del capital excluye las inversiones en megaproyectos inconclusos, puesto que es infraestructura que no se encuentra operativa ni puede usarse parcialmente, un ajuste estimado por obras públicas no terminadas y el efecto del capital destruido a raíz del FEN de 2017. La contribución del trabajo incluye la tendencia de la población en edad de trabajar y el efecto de la migración venezolana desde el año 2018.

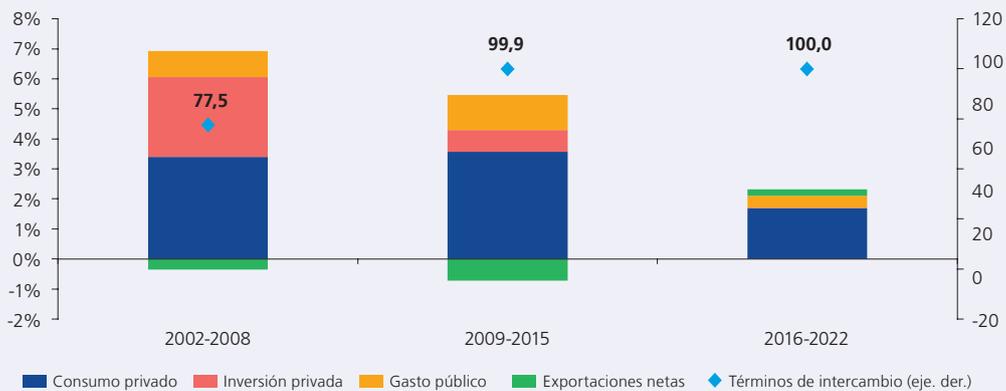
Fuente: BCRP.

La tendencia decreciente de la productividad agregada de la economía peruana, y más aún, que su aporte haya sido negativo en los últimos años, es una señal de alarma. Si bien es cierto que invertir en más capital y aumentar la fuerza laboral puede generar crecimiento, ello ocurre hasta cierto límite.

Desaceleración del crecimiento del PBI

El crecimiento promedio anual del PBI disminuyó de 4,7 por ciento en 2009-2015 a 2,3 por ciento en el periodo 2016-2022. Esta desaceleración del crecimiento ha ocurrido incluso en un contexto de precios internacionales altos. Los términos de intercambio promedio del período 2016-2022 se han ubicado en niveles similares a los del período 2009-2015 y 29 por ciento por encima de los precios del periodo 2002-2008.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PBI POR EL LADO DEL GASTO Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (2007 = 100)



Las menores tasas de crecimiento de la economía se reflejan en una sensación de estancamiento en la población. Por ejemplo, el indicador de percepción de progreso elaborado por Apoyo Consultoría registró en junio de 2022 su nivel más bajo de los últimos 30 años y aún no muestra señales de mejora en la actualidad. Además, en periodos de desaceleración económica, es más probable que las empresas decidan no contratar a más trabajadores, en vista de que no esperan un aumento significativo en los retornos de sus inversiones. Al respecto, las expectativas empresariales sobre la situación de la economía en los próximos meses se mantienen en el tramo pesimista. Por su parte, la desaceleración de la economía incide en menores recursos para que el Gobierno financie sus gastos, como, por ejemplo, en educación, salud, infraestructura o seguridad ciudadana, entre otros. Los indicadores de percepción de progreso de los ciudadanos y las expectativas empresariales sobre la economía muestran una tendencia decreciente, que es más marcada en los últimos años, período que coincide con una mayor inestabilidad política en el país.

Las percepciones negativas sobre el progreso tienen repercusiones tanto a nivel económico como social, porque los agentes aplazan sus gastos e inversiones, lo cual a su vez reduce más el dinamismo económico. La persistencia de esta situación podría generar desafíos en la cohesión social.



PERCEPCIÓN DE PROGRESO DE LOS AGENTES ECONÓMICOS



El índice de percepción ciudadana sobre la situación actual de Perú se calcula en función a la pregunta “¿Considera que el Perú está progresando, está igual o está retrocediendo?” mediante la siguiente fórmula: Índice = (M-P+1)*50, donde M representa el porcentaje de personas que señalaron “progresando” y P representa el porcentaje de personas que señalaron “retrocediendo”. Dicha pregunta se consulta en una encuesta nacional (urbano y rural) a la población entre 18 y 70 años, elaborada por Apoyo Consultoría.
Fuente: BCRP, Ipsos.

Reformas estructurales para reactivar el crecimiento potencial

El aprovechamiento del potencial del país y de las condiciones relativamente favorables del contexto global estaría siendo limitado debido a la débil capacidad institucional (acentuada por inestabilidad política), falta de articulación de políticas públicas, excesivas barreras burocráticas, rigideces en el mercado laboral y deficiencias en la infraestructura, entre otros. Por ello, es esencial realizar reformas para reducir estas limitaciones y elevar el crecimiento potencial de nuestra economía.

En ese sentido, en línea con las recomendaciones presentadas por el BCRP en Recuadros de Reportes previos¹², los siguientes aspectos, entre otros, permitirían avanzar hacia el logro de dicho objetivo: (i) mejorar la calidad de la educación; (ii) simplificación administrativa, (iii) mejora y modernización del marco regulatorio; (iv) emprender la reforma del sistema de justicia; (v) cerrar las brechas de infraestructura con una ejecución eficiente del Plan Nacional de Competitividad y Productividad; (vi) reducir costos logísticos, (vii) mejorar la provisión y calidad del gasto y los servicios públicos; (viii) promover la digitalización en los procesos en todos los niveles del Estado; (ix) fortalecer las instituciones públicas y la gobernanza; (x) fomentar el empleo formal, mediante una mayor flexibilidad en el mercado laboral.

12 Los recuadros de Reportes previos son Determinantes del crecimiento potencial (setiembre 2018), Gobernanza y estabilidad macroeconómica (diciembre 2021), El rol de la competitividad para atraer inversión privada y generar empleo formal (junio 2022), o Calidad del gasto público y PBI potencial (marzo 2023)

Recuadro 3 PERSISTENCIA DE LA POBREZA Y DINÁMICA DEL EMPLEO

En 2020 la tasa de pobreza monetaria subió a 30,1 por ciento a raíz de la pandemia, desde un mínimo de 20,2 por ciento en 2019. Desde entonces, la incidencia de la pobreza no ha regresado a sus niveles prepandemia. En este contexto, el presente Recuadro explora la persistencia de la pobreza monetaria en el periodo postpandemia (2020-2022), vinculando la movilidad de los hogares con la dinámica del empleo en un contexto de lenta recuperación económica. Para ello, se utilizan los datos de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) en su versión panel.

Caracterización de la persistencia de la pobreza

El punto de partida para explorar la persistencia de la pobreza es cuantificar qué porcentaje de los hogares permanece pobre de un año a otro. A esta medida se le podría denominar la persistencia de la pobreza en el corto plazo (un indicador inverso de la movilidad social de los hogares). Con periodos bianuales, se encuentra que, previo a la pandemia, más de la mitad de los hogares pobres permanecían siéndolo el año siguiente. Entre 2020 y 2021, este porcentaje baja transitoriamente, tras darse una reversión importante en la tasa de pobreza de ese año (disminuyó de 30,1 a 25,9 por ciento), pero vuelve a subir entre 2021 y 2022, siguiendo al aumento en el número de hogares pobres (la tasa se incrementa de 25,9 a 27,5 por ciento).

PORCENTAJE DE HOGARES QUE PERMANECEN EN POBREZA MONETARIA EN PANELES BIANUALES

(Respecto a los hogares que fueron pobres el año anterior)

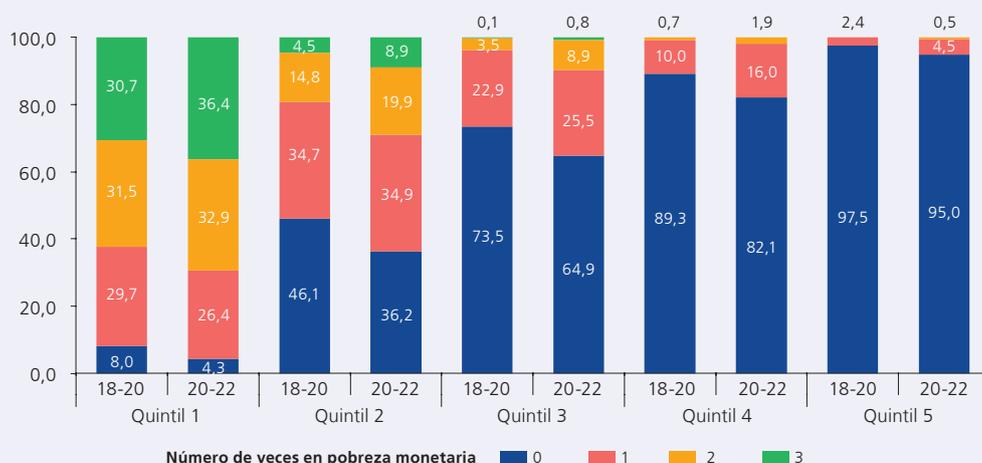
Periodo	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Estimado	53,9	59,9	47,7	58,2
Intervalo de confianza 95%	[50,7; 57,1]	[56,5; 63,2]	[44,1; 51,3]	[54,7; 61,7]

Fuente: INEI – ENAHO Panel 2018-2022.

Otra forma de analizar la transitoriedad de la pobreza es calcular cuántas veces un hogar ha sido clasificado como pobre en un horizonte de tiempo determinado. En los periodos 2018-2020 y 2020-2022, la mayoría de los hogares del quintil inferior de gasto per cápita habían sido pobres más de una vez durante esos trienios. Por ejemplo, en el quintil inferior, 7 de cada 10 hogares fue pobre más de una vez, y casi 40 por ciento estuvo en pobreza durante tres años consecutivos.

NÚMERO DE VECES QUE UN HOGAR ES CLASIFICADO COMO POBRE POR QUINTIL DE GASTO

(En porcentajes del total de hogares de cada decil y para cada horizonte de tiempo)



Nota: El decil de gasto per cápita se calcula con la información del primer año.
Fuente: INEI – ENAHO Panel 2018-2022.





Por otro lado, se verifica una mayor propensión hacia la pobreza en todos los quintiles de gasto a raíz de la pandemia al observar la caída del porcentaje de hogares que no experimentaron pobreza entre los quintiles superiores en el periodo 2020-2022.

Persistencia de la pobreza y características socioeconómicas

La transición de la pobreza también puede analizarse según diversas características de los hogares y del jefe de familia. La persistencia de la pobreza en el corto plazo resulta mayor en los hogares rurales que en los urbanos, aunque la brecha entre ambos tipos de hogares se redujo en el periodo postpandemia. Por otro lado, la probabilidad de permanecer pobre es mayor en aquellos hogares donde el jefe solo ha alcanzado estudios de primaria, y si tiene entre 18 y 29 años (más joven). La carga familiar también cumple un rol importante, siendo la persistencia significativamente mayor en los hogares con hijos menores a 15 años.

HOGARES QUE PERMANECEN EN POBREZA SEGÚN CARACTERÍSTICAS DEL JEFE DEL HOGAR

(En porcentajes respecto al total de hogares de cada grupo que fueron pobres el año anterior)

Periodo	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Área geográfica				
Rural	61,4	59,7	55,4	64,6
Urbano	47,2	60,0	44,4	55,0
Sexo				
Mujer	51,2	61,7	46,8	55,3
Hombre	56,6	59,5	48,2	59,2
Nivel educativo				
Primaria	57,7	58,4	51,7	60,5
Secundaria	49,4	64,8	44,8	52,8
Superior	39,3	64,8	24,0	59,8
Edad				
18 a 29 años	66,1	70,6	45,2	62,1
30 a 64 años	55,0	61,6	48,2	58,3
65 años a más	49,4	52,1	46,4	57,0
Carga familiar				
Sin hijos	49,5	52,1	42,7	52,6
Hijos de 0 a 15 años	63,0	75,2	72,2	63,5

Fuente: INEI – ENAHO Panel 2018-2022.

HOGARES QUE PERMANECEN EN POBREZA SEGÚN EL EMPLEO DEL JEFE DEL HOGAR

(En porcentajes respecto al total de hogares de cada grupo que fueron pobres el año anterior)

Periodo	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Ocupación				
Empleador	53,0	49,7	52,9	44,6
Asalariado	46,4	62,0	42,1	52,2
Independiente	58,2	60,0	52,8	60,9
Formalidad				
Informal	56,7	60,7	49,5	59,0
Formal	34,2	45,7	26,4	46,1
Sector				
Extractivo	59,8	59,2	53,3	61,0
Manufactura	62,7	61,9	50,1	66,2
Servicios	51,8	57,4	46,9	54,0
Construcción	37,2	70,3	54,9	50,9
Comercio	39,7	67,4	32,6	49,6

Fuente: INEI – ENAHO Panel 2018-2022.

En un contexto de bajo crecimiento económico, se vuelve pertinente también analizar cómo se relaciona la persistencia de la pobreza monetaria con las variables de empleo. Por simplicidad, esta exploración se realiza en función del empleo del jefe del hogar. Se constata que los hogares pobres donde el jefe de hogar es un trabajador independiente tienen una mayor probabilidad de permanecer en situación de pobreza en comparación a los hogares cuyos jefes de hogar son empleadores o asalariados. Lo mismo sucede con los jefes de hogar empleados en el sector informal. Además, la persistencia de la pobreza es también mayor cuando el jefe de hogar trabaja en los sectores extractivos y de manufactura.

Determinantes de la transición a la pobreza en el periodo postpandemia

Para identificar las variables que inciden en la probabilidad de un hogar peruano de encontrarse en situación de pobreza en el periodo postpandemia (2020 a 2022), se utiliza un modelo probabilístico donde la variable dependiente Y_{it} toma el valor de 1 siempre que el hogar sea pobre en el año t y 0 de otro modo.

La especificación Probit modela la probabilidad promedio condicional de que sea igual a 1 con la función de distribución acumulada normal estándar Φ :

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

En esta especificación, la variable explicativa principal z_{t-1} toma el valor de 1 si el hogar se encontraba en situación de pobreza en el año anterior, y el parámetro α cuantifica la persistencia de la pobreza monetaria en el corto plazo. Luego, α determina cuán más probable es que un hogar sea pobre en un periodo específico dado que el año anterior ya fue pobre. Por su parte, el vector X contiene diversas variables de control.¹³

Entre las variables explicativas, se incorporan variables dinámicas relacionadas a la situación laboral del hogar. En específico, se mide la relación de la situación de pobreza del hogar ante: (i) un aumento en el número de miembros del hogar que trabajan en total; (ii) un incremento en el número de miembros con un empleo formal; (iii) si el jefe de hogar se mantiene en su empleo formal; (iv) si el jefe consigue un empleo formal dado que tuvo empleo informal; y (v) si el jefe del hogar consigue un empleo dado que estuvo desempleado. En esta especificación también se incluye una variable demográfica que mide si el hogar tuvo un miembro adicional entre 0 y 5 años.

Las estimaciones utilizan paneles bianuales (periodos de dos años) y el total de años (periodo de tres años) para cada propuesta de especificación debido a un potencial sesgo de selección en un panel más largo.¹⁴ Esta estrategia se utiliza como una prueba de robustez de los resultados y las tres especificaciones se diferencian en el conjunto de variables de control.

Los resultados muestran una persistencia significativa de la pobreza monetaria para los hogares peruanos, tal como señalaba la sección descriptiva. De acuerdo con las regresiones, los hogares pobres en un año tendrían alrededor de 25 puntos más de probabilidad de ser pobres el siguiente año en comparación a los hogares no pobres.

13 Se incluyen las características del jefe y del propio hogar, así como tres variables que cuantifican si los hogares sufrieron algún evento adverso de naturaleza económica (pérdida de empleo o quiebra de negocio), de salud o natural (plagas, sequías, inundaciones, entre otros). También se incorporan efectos fijos por año y área.

14 Podría darse el caso en que la salida de un hogar de la muestra para periodos largos esté relacionada con su probabilidad de caer o no en pobreza monetaria, tal que haya un sesgo de selección. Por ejemplo, un hogar puede dejar de ser ubicable (no registrarse en el panel en un año posterior) debido a que la familia tuvo que migrar por su situación de pobreza.



DETERMINANTES DE LA CÁIDA O PERMANENCIA EN POBREZA MONETARIA, 2020-2022

(Efectos marginales)

	Especificación 1		Especificación 2		Especificación 3	
	Panel BIANUAL	Panel Total	Panel BIANUAL	Panel Total	Panel BIANUAL	Panel Total
Persistencia de la pobreza						
Pobre _(t-1)	0,270***	0,257***	0,268***	0,256***	0,252***	0,239***
Características demográficas						
Edad (años) _(t-1)	-0,001***	-0,001***	-0,001***	-0,001***	-0,001**	-0,001**
Hombre _(t-1)	0,015*	0,007	0,014*	0,007	0,017*	0,009
Miembros en el hogar _(t-1)	0,026***	0,021***	0,026***	0,021***	0,026***	0,021***
Número de hijos entre 0 y 5 años _(t-1)	0,058***	0,046***	0,058***	0,045***	0,061***	0,050***
Número de hijos entre 6 y 15 años _(t-1)	0,035***	0,031***	0,035***	0,030***	0,037***	0,032***
Capital humano						
Jefe del hogar ocupado	-0,017	-0,013	-0,017	-0,014	-0,015	0,003
Años de educación _(t-1)	-0,013***	-0,013***	-0,013***	-0,013***	-0,010***	-0,010***
Discapacidad física _(t-1)	0,037**	0,025	0,036**	0,024	0,032*	0,021
Choques						
Choque económico _(t)			0,018	0,027*	0,022	0,030*
Choque de salud _(t)			-0,014	-0,001	-0,013	-0,001
Choque natural _(t) a/			0,026*	0,032*	0,02	0,027*
Cambios demográficos						
Aumenta el número de miembros del hogar entre 0 y 5 años _(t)					0,087***	0,090***
Mejoras dinámicas de empleo						
Más ocupados en el hogar _(t)					-0,021*	-0,018*
Más ocupados formales en el hogar _(t)					-0,054***	-0,053***
Jefe se mantiene en la formalidad _(t)					-0,113***	-0,097***
Jefe pasa a la formalidad _(t)					-0,074***	-0,056**
Jefe consigue empleo _(t)					-0,027	0,006
Efectos fijos b/						
Observaciones	✓ 28 093	✓ 21 014	✓ 28 093	✓ 21 014	✓ 28 093	✓ 21 014

a/ Incluye plagas, sequías, inundaciones, entre otros.

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

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

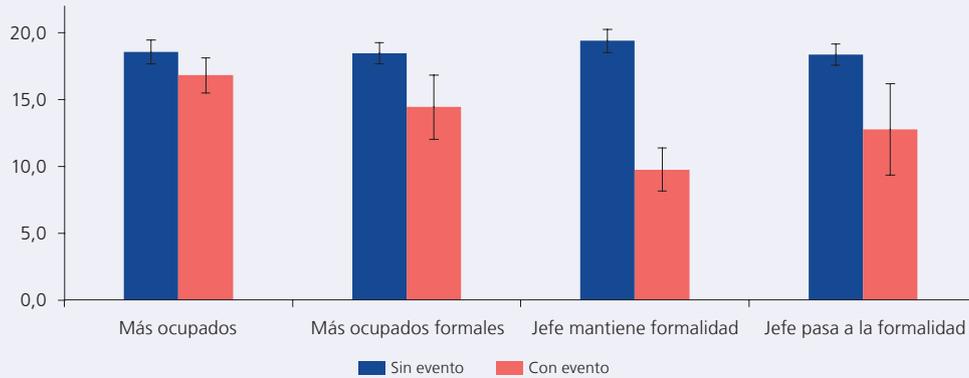
Las características demográficas del jefe del hogar son significativas en determinar la persistencia de la pobreza. Resalta que un año adicional de educación del jefe de hogar reduce en más de 1 punto porcentual la posibilidad de permanecer o caer en pobreza. El tamaño del hogar, el número de hijos entre cero y cinco años –incluido si es que el hogar tiene un miembro adicional de un año a otro menor a 5 años–, y la edad del jefe del hogar serían otras características relevantes para explicar la persistencia de la pobreza.

A partir de los efectos marginales, es posible calcular cómo varía la probabilidad de los hogares de ser pobres según sus características, los choques enfrentados y los cambios laborales que experimentan los miembros del hogar. Este cálculo resulta de reemplazar los regresores (variables independientes) con su valor medio, y computar el cambio en la probabilidad que surgiría al modificarse una variable determinada. Para fines de este ejercicio, se usan los coeficientes de la Especificación 3, ya que esta incluye a todos los regresores analizados, y se usa la estimación con la base de datos de panel completa.

La utilidad de este ejercicio es identificar la importancia de la situación laboral de los miembros del hogar. Se encuentra que, si de un año a otro en el hogar hay más miembros ocupados, la probabilidad promedio de estar en situación de pobreza se reduce de 18,6 a 16,8 por ciento. De la misma forma, con más trabajadores formales en el hogar, la probabilidad se reduce de 18,5 a 14,4 por ciento. Finalmente, si el jefe del hogar pasa o se mantiene en la formalidad, la probabilidad pasa de 19,4 a 9,7 por ciento, y de 18,4 a 12,8 por ciento, respectivamente.

PROBABILIDAD PREDICHA DE CAER EN POBREZA SEGÚN EVENTOS DINÁMICOS DE EMPLEO

(En porcentajes)



Nota: En el gráfico, se calcula la probabilidad promedio de estar en situación de pobreza para hogares que experimentan o no: (i) un aumento en el número de personas ocupadas, (ii) un aumento en el número de personas ocupadas formales, y (iii) un jefe del hogar que mantiene un empleo formal, y (iv) un jefe de hogar que pasa de un trabajo formal a uno informal.

Fuente: INEI – ENAHO.

Esto también puede calcularse para otras variables explicativas. Por ejemplo, en un hogar donde el jefe de hogar cuenta con solo 4 años de educación (primaria incompleta), la probabilidad promedio sería más de 23 por ciento, en contraste con la probabilidad de 11 por ciento cuando el jefe del hogar alcanza 16 años de educación. Finalmente, la probabilidad promedio pasa de 13 a 21 por ciento entre hogares con 1 y 5 miembros, respectivamente.

Comentarios Finales

Al caracterizar la dinámica de la pobreza en Perú, se encuentra que la movilidad de los hogares peruanos pobres es medianamente baja. En específico, menos de la mitad de los hogares pobres dejan de ser pobres de un año a otro en el periodo 2018-2022. Sin embargo, se ha podido identificar factores claves que ayudan a reducir la persistencia de la pobreza. Entre estos factores, resalta el rol del empleo formal. Esto refuerza la necesidad de apostar por el aumento del crecimiento del PBI potencial, tal que se fortalezca la generación de puestos de trabajo formales.



Recuadro 4 EFECTO DE LOS NUEVOS FERIADOS SOBRE LA ECONOMÍA

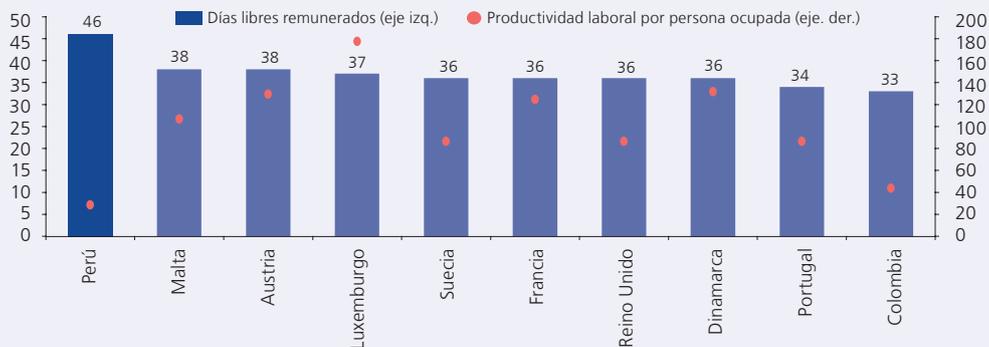
Los períodos de descanso legal, tales como feriados o días no laborables,¹⁵ tienen importantes repercusiones sobre las personas y sobre la economía. Por un lado, los feriados pueden tener impactos positivos sobre el balance entre trabajo y familia, la productividad,¹⁶ y el consumo en sectores como el turismo¹⁷. No obstante, un exceso de feriados puede tener impactos negativos en la actividad económica¹⁸. Este Recuadro presenta evidencia sobre los efectos de los feriados sobre la economía.

Comparación internacional

En Perú los trabajadores formales tienen 30 días de vacaciones y 16 feriados, lo que lo convierte en el país con más días libres remunerados en comparación con los países de la OCDE y de la Alianza del Pacífico. En contraste, Perú tiene la menor productividad laboral de ese grupo de países. En los últimos 2 años, los días no laborales en Perú se han incrementado en 33 por ciento, al aumentar de 12 a 16 feriados. Este incremento podría tener efectos diferenciados, y en algunos casos no deseados, sobre las actividades económicas, además de elevar los costos laborales, afectando la contratación formal. Según la legislación peruana, el trabajador que labore en un día feriado no laborable percibe 2 remuneraciones diarias adicionales a la remuneración ordinaria que le corresponde por ese día: una por el trabajo extraordinario realizado, y otra por el concepto de sobretasa de 100 por ciento. No obstante, la legislación también indica que, en vez del pago, se podría generar el derecho a gozar de un día de descanso que sustituya al feriado no gozado. En cualquier caso, se incrementan los costos laborales no salariales.

PAÍSES CON MÁS DÍAS LIBRES REMUNERADOS EN OCDE Y ALIANZA DEL PACÍFICO, VS. PRODUCTIVIDAD LABORAL

(Número de días)



Notas:

1/ Días libres: Perú 2023; resto, 2021. Productividad laboral por persona ocupada: 2022, miles de dólares internacionales de 2022. Fuente: MEF. The Conference Board: Total Economy Database.

2/ Los feriados (días de descanso remunerado) en Perú son los siguientes (Decreto Legislativo N° 713): Año Nuevo (01-ene), Jueves Santo (movible), Viernes Santo (movible), Día del Trabajo (01-may), Batalla de Arica y Día de la Bandera (07-jun)*, San Pedro y San Pablo (29-jun), Conmemoración al heroico sacrificio del Capitán FAP José Abelardo Quiñones Gonzales (23-jul), Fiestas Patrias (28-jul), Fiestas Patrias (29-jul), Batalla de Junín (06-ago)*, Santa Rosa de Lima (30-ago), Combate de Angamos (08-oct), Todos los Santos (01-nov), Inmaculada Concepción (08-dic), Batalla de Ayacucho (09-dic)*, y Navidad del Señor (25-dic). (*) Nuevos feriados.

- 15 Los feriados son días en los que los trabajadores tienen derecho a descanso remunerado (Decreto Legislativo N° 713; puede ser pagado o compensado con descanso en otro día), mientras que los días no laborables son días de descanso cuyas horas dejadas de laborar deben ser compensadas (DS N° 151-2022-PCM).
- 16 Kong, Hassan & Abdullah Bandar (2020). The Mediating Role of Leisure Satisfaction between Work and Family Domain and Work-Life Balance. *Journal of Cognitive Sciences and Human Development*, 6(1), 44-66. <https://doi.org/10.33736/jcshd.1603.2020>
- 17 Ramasamy, Yeung & Au (2008). Can holidays boost consumption? The case of Hong Kong. *Journal of Public Affairs*, 8(4), 281-287. <https://doi.org/10.1002/pa.299>
- 18 Barrera & Garrido (2018). Public holidays, tourism, and economic growth. *Tourism Economics*, 24(4), 473-485. <https://doi.org/10.1177/1354816617749340>

Estimación del efecto de los feriados sobre actividades económicas

El efecto de los días no laborables, en términos generales, dependerá de diversos factores, como la participación laboral, la variación en la remuneración por el trabajo realizado en feriados, la transitoriedad o permanencia del establecimiento de nuevos feriados, entre otros. Un aumento de los feriados que caen en días laborables reduce la oferta laboral y el PBI, aunque también podría aumentar la motivación y productividad en el resto de los días laborales de la semana.

Al respecto, en una investigación reciente, Rosso & Wagner (2022) estiman el efecto de los feriados sobre el crecimiento anual del PBI, utilizando datos de feriados nacionales determinados por ley (nacionales, federales o públicos) para una muestra amplia de países¹⁹. Los autores estiman una regresión del crecimiento del PBI en función del número de días laborales, utilizando como variables de control: agregados fiscales, balanza comercial, producto sectorial, e indicadores del mercado laboral, entre otros. Los feriados que en algunos años caen fuera de la semana laborable y en otros no, introducen una variación exógena que permite estimar su efecto causal. Los resultados de la citada investigación indican que cada feriado adicional reduciría el crecimiento anual del PBI en 0,08 puntos porcentuales en promedio para los 96 países en la muestra²⁰. Los efectos difieren según sector económico: el efecto es mayor en las actividades que tienen más probabilidades de interrumpirse durante feriados (manufactura), pero los autores no encuentran un efecto significativo en las actividades que suelen continuar (minería, agricultura).

La estimación de Rosso y Wagner (2022), sin embargo, no toma en cuenta los diferentes aspectos idiosincráticos que caracterizan a la economía peruana como la elevada informalidad laboral. Como ejercicio complementario, se estima el impacto equivalente según la metodología de TRAMO-SEATS desarrollada por Gómez y Maravall (1996)²¹. El algoritmo de TRAMO-SEATS identifica la mejor especificación univariada de una serie de tiempo y controla los efectos de algunas variables exógenas, como el número de feriados por mes, años bisiestos, duración de los meses, entre otros.

ESTIMACIÓN DEL EFECTO DE UN FERIADO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PBI

	Un feriado adicional		Int. Conf. del 95%	
			Inferior	Superior
PBI	-0,04 *	(0,02)	-0,071	-0,002
No primario	-0,04 ***	(0,01)	-0,07	-0,01
Manuf. no primaria	-0,05 ***	(0,02)	-0,09	-0,01
Electricidad y agua	-0,03 ***	(0,01)	-0,04	-0,01
Construcción	-0,12	(0,08)	-0,28	0,03
Comercio	-0,04 **	(0,02)	-0,07	-0,01
Servicios	-0,02	(0,01)	-0,04	0,00
Otros	-0,06 ***	(0,02)	-0,09	-0,02
Primario	-0,02	(0,04)	-0,10	0,05
Agropecuario	0,03	(0,02)	-0,02	0,07
Pesca	0,36	(0,52)	-0,66	1,39
Minería e hidrocarburos	-0,01	(0,03)	-0,07	0,05
Manufactura Primaria	-0,08	(0,13)	-0,35	0,18

Nota: Efecto en puntos porcentuales sobre el crecimiento anual del PBI de una sola vez en el año de implementación del feriado, según la metodología de TRAMO-SEATS. Valores en paréntesis corresponden a la desviación estándar del efecto estimado. La estimación se realiza con el logaritmo de los niveles mensuales del PBI; sin embargo, en esta tabla se reporta el impacto aproximado en puntos porcentuales sobre la tasa de crecimiento anual consistentes con la estimación. El concepto "otros" del PBI no primario corresponde a "derechos de importaciones e impuestos a los productos".

- 19 Rosso & Wagner (2022). Causal Effect of Public Holidays on Economic. SSRN Electronic Journal. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3845129>
- 20 Luego de varios criterios técnicos (como por ejemplo incluir sólo países con más de 300 mil habitantes en 2019 o la disponibilidad de variables de control), la muestra se reduce de 222 a 96 países.
- 21 Gómez, Víctor & Maravall H. Agustín, "Programs TRAMO and SEATS: instructions for the user (beta version: September 1996)." Banco de España. Servicio de Estudios, 1996.





Con la metodología de TRAMO-SEATS se estima el impacto en puntos porcentuales sobre la tasa de crecimiento anual del PBI para el año en el que se añade el feriado²². Como se muestra en el siguiente cuadro, se obtiene una menor respuesta del PBI (0,04 puntos porcentuales) en comparación con los resultados de Rosso & Wagner (2022). Aunque la respuesta es menor, ésta es significativa al 5 por ciento de confianza. Así, los 4 días no laborables adicionales recientemente aprobados podrían reducir el crecimiento del PBI en 0,16 puntos porcentuales en el primer año de implementación respecto al crecimiento que se tendría en ausencia de dichos feriados. Cabe precisar que este efecto estimado es de una sola vez en el nivel del PBI, es decir, en años posteriores el crecimiento económico no se vería afectado. Asimismo, nótese que este efecto oscila entre 0,28 y 0,01 puntos porcentuales, considerando un intervalo de confianza de 95 por ciento.

A nivel sectorial las estimaciones indican que el sector no primario es particularmente susceptible a los feriados adicionales (con un impacto de -0,04 p.p.). Destacan los impactos significativos en los sectores de manufactura no primaria (-0,05 p.p.), comercio (-0,04 p.p.) y electricidad y agua (-0,03 p.p.). Los sectores primarios registran impactos medios, aunque no significativos. Estos resultados son consistentes con la heterogeneidad sectorial identificada en Rosso & Wagner (2022).

Comentarios finales

Por lo expuesto, es importante evaluar periódicamente –con la participación de todas las partes involucradas– los efectos del establecimiento de feriados nacionales frente a otras alternativas como la conmemoración de fechas festivas sin descanso forzoso o la implementación de “feriados flotantes” (en los cuales las empresas en conjunto con los trabajadores deciden autónomamente la distribución de días de descanso al año, como ocurre en algunas provincias de Canadá), o feriados que se puedan mover hacia un viernes o lunes²³, complementado con políticas para impulsar el turismo interno en esos días.

Por otro lado, hay experiencias de países que redujeron feriados no laborables, como Camboya en 2019, Filipinas en 2021 y Dinamarca en 2023²⁴. En suma, resulta importante una evaluación previa de los feriados para buscar un equilibrio entre sus aspectos económicos, sociales y culturales.

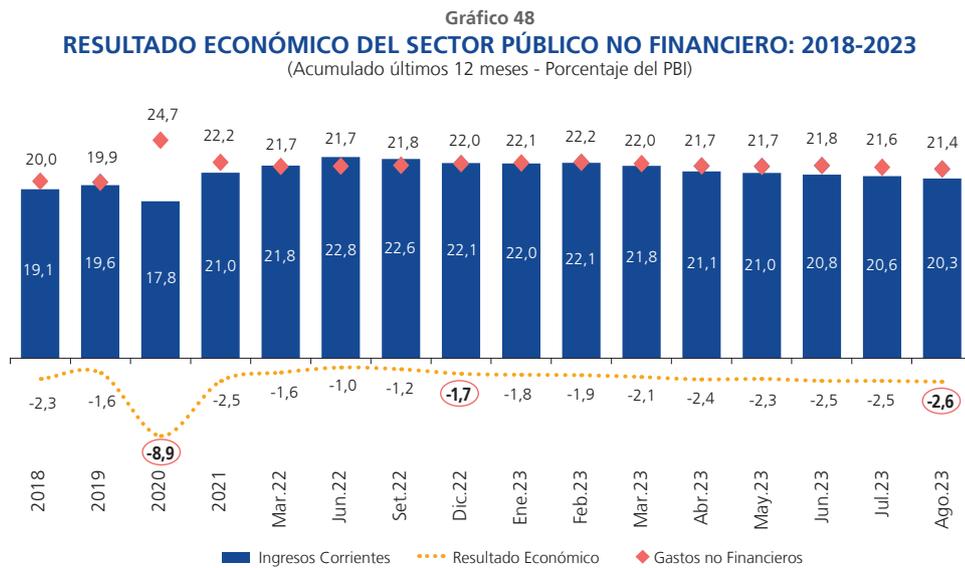
22 Para la estimación se utilizan los niveles de PBI en logaritmos (por cien) para cada uno de los sectores productivos. Luego se calcula el impacto en el crecimiento anual consistente con cada estimación. Se utilizan los datos desde enero de 1994 hasta diciembre de 2019.

23 Por ejemplo, en Estados Unidos, hay feriados que no están ligados a una fecha calendario fija, sino a un día específico de la semana de un mes determinado. Estos son a menudo denominados como “feriados móviles” y la idea detrás de estos es proporcionar a los ciudadanos fines de semana largos, lo que se espera que beneficie tanto a los trabajadores como a las industrias relacionadas con el turismo y el comercio.

24 Camboya: Subdecreto N° 112 SD.P; Filipinas: Proclama 1107; Dinamarca: Minasyan (2023) Cancellation of Public Holiday in Denmark. Selected Issues Papers, 2023(053). En agosto de 2019, Camboya aprobó la reducción de feriados públicos para funcionarios públicos y empleados de 28 a 22 días, con el objetivo de mejorar la eficiencia del trabajo y garantizar la competencia económica con los vecinos regionales. Filipinas modificó los feriados regulares y días especiales no laborales de 2021 (3 días), los cuales pasaron a ser “días laborales especiales” y no implican ninguna remuneración adicional. La Proclama señala que, para poder recuperarse de los efectos económicos adversos por la pandemia del COVID-19, existe la necesidad de fomentar la productividad a través de, entre otras medidas, la reducción de las interrupciones laborales y conmemorando algunos feriados como días laborales especiales. Por último, en Dinamarca, el parlamento aprobó la cancelación del Gran Día de Oración “Store Bededag” (tercer viernes tras Pascuas), con el objetivo de aumentar la oferta laboral, impulsar el PBI y la recaudación fiscal; y mediante un acuerdo entre gobierno, empresas y empleados. Minasyan (2023) estima que esta medida incrementaría la oferta laboral de Dinamarca entre 0,14 y 0,34 por ciento.

IV. Finanzas públicas

50. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses aumentó de 1,7 a 2,6 por ciento del PBI entre diciembre de 2022 y agosto de 2023. Este incremento se debió principalmente a la reducción de los ingresos corrientes del Gobierno General.



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

La reducción de los ingresos corrientes en términos del producto fue resultado principalmente de los ingresos tributarios más bajos, y en menor medida de la contracción de los ingresos no tributarios. La reducción de los ingresos tributarios se explica por el menor dinamismo del gasto privado y la corrección de los precios de minerales de exportación e hidrocarburos. Según componentes, se registró una menor recaudación del impuesto a la renta, en particular por regularización del impuesto a la renta durante la campaña marzo-abril; así como del impuesto general a las ventas (IGV), particularmente el aplicado a las importaciones. Por su parte, entre los ingresos no tributarios destaca la menor recaudación por canon y regalías petroleras y gasíferas, así como regalías mineras.

Si bien los gastos no financieros disminuyeron como porcentaje del producto, en términos nominales estos incrementaron. El incremento nominal de los gastos no financieros





corresponde a los mayores gastos en: (i) remuneraciones, debido principalmente a aumentos otorgados a los diferentes regímenes laborales del sector público y a los pagos relacionados con sentencias judiciales, en particular en la instancia de los Gobiernos Regionales; y (ii) formación bruta de capital, por una mayor ejecución en las funciones Orden Público y Seguridad, Educación y Comunicaciones, fundamentalmente en el Gobierno Nacional.

51. Se prevé que el **déficit fiscal** aumente de 1,7 a 2,4 por ciento del PBI entre 2022 y 2023. El incremento se sustenta en el impacto sobre los ingresos corrientes de la caída de los precios de exportación, las menores importaciones y el menor dinamismo del gasto privado. Asimismo, esta evolución en los ingresos se ha visto afectada por la menor regularización del impuesto a la renta en 2023, el cual registró una disminución real de 41,4 por ciento en el primer semestre de este año.

Se espera una reducción de los gastos no financieros como porcentaje del PBI, en particular del rubro otros gastos de capital, lo cual contrarrestaría parcialmente la tendencia alcista del déficit fiscal.

Para 2024 se prevé que el déficit en términos del producto se reduzca a 2,0 por ciento del PBI, en línea con la recuperación de la demanda interna, así como mayores previsiones de los precios promedio de exportación. Estos factores impulsarían una recuperación de los ingresos corrientes del Gobierno en comparación con el año previo; paralelamente se espera una disminución del gasto no financiero como porcentaje del PBI, reflejo de la disipación de gastos extraordinarios. En menor medida, también contribuirían una recuperación en el resultado primario de las empresas estatales (explicado, en parte, por la culminación de la Refinería de Talara y su entrada en operación comercial). Ambas proyecciones coinciden con el tope establecido por la regla fiscal (Ley N° 31541).

Cuadro 21
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*	
		Agosto ^{1/}	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	22,1	20,3	20,7	20,2	20,7	20,3
<i>Variación % real</i>	4,7%	-10,0%	-3,1%	-7,1%	3,6%	3,6%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	22,0	21,4	21,0	20,9	21,0	20,8
<i>Variación % real</i>	-1,5%	-3,7%	-1,0%	-3,1%	3,8%	2,3%
<i>Del cual:</i>						
<i>Gasto corriente</i>	15,9	15,6	15,6	15,6	15,6	15,4
<i>Variación % real</i>	-7,7%	-8,3%	1,5%	-0,6%	3,9%	2,1%
<i>Formación bruta de capital</i>	4,7	4,5	4,6	4,6	4,7	4,6
<i>Variación % real</i>	9,9%	6,7%	3,3%	1,1%	4,9%	3,1%
3. Otros 2/	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,1	-1,0	-0,3	-0,8	-0,2	-0,3
5. Intereses	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
6. Resultado económico	-1,7	-2,6	-1,9	-2,4	-1,8	-2,0

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

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

* Proyección

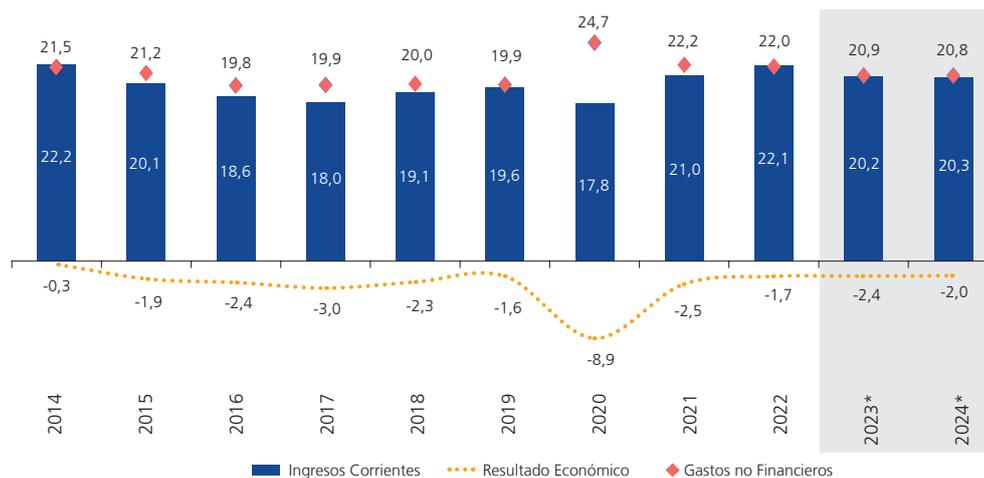
RI: Reporte de Inflación

En comparación con el Reporte de junio, se incrementa la proyección del déficit fiscal de 1,9 a 2,4 por ciento del producto para 2023. Esta revisión toma en cuenta el impacto

negativo en los ingresos de la reducción en la estimación de crecimiento del PBI, las menores importaciones y la revisión a la baja de los precios promedio de exportación.

Para 2024, se revisa al alza la proyección del déficit fiscal de 1,8 a 2,0 por ciento del PBI con respecto al Reporte previo, explicado principalmente por una base de comparación más baja de los ingresos corrientes del Gobierno General en 2023.

Gráfico 49
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2014-2024
(Porcentaje del PBI)



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

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

52. Los **ingresos corrientes** mostrarían una contracción real de 7,1 por ciento en 2023 y como porcentaje del PBI representarían 20,2 por ciento, nivel inferior en 1,9 p.p. al registrado al cierre de 2022.

Esta disminución de los ingresos obedece, en primer lugar, a la caída en los precios de minerales de exportación e hidrocarburos (gas natural, petróleo y derivados, cobre y zinc; principalmente), los cuales afectarían la recaudación de ingresos provenientes de los sectores minería e hidrocarburos. En segundo lugar, el menor crecimiento económico se traducirá en una expansión real más baja del impuesto a la renta de personas jurídicas, la cual también se vería influenciada por los menores coeficientes de pagos a cuenta y saldos a favor del año previo, mientras que la desaceleración del valor de las importaciones ocasionaría una contracción del IGV aplicado a las importaciones. A estos factores se le suma la menor recaudación por regularización del impuesto a la renta, tras alcanzar un máximo histórico en 2022.

La revisión a la baja de la proyección para 2023 —de 20,7 a 20,2 por ciento del PBI— toma en cuenta el menor avance registrado hasta agosto respecto al previsto en el Reporte de junio. Esta revisión refleja, además, la corrección a la baja de los precios de los minerales de exportación, junto con un menor crecimiento de la actividad económica, que se traducen en una menor previsión en la recaudación del impuesto a la renta e IGV. Asimismo, la menor proyección en el valor de las importaciones, particularmente en insumos y bienes de capital, tendría un efecto negativo en la recaudación del IGV.





En 2024 los ingresos corrientes se incrementarían en 3,6 por ciento en términos reales respecto al año previo y se ubicaría en 20,3 por ciento del PBI. Esta evolución se explica principalmente por la recuperación prevista de la actividad económica y el crecimiento de las importaciones, las cuales se traducirían en una mayor recaudación del IGV e ISC. Por su parte, entre los ingresos no tributarios, se espera mayores ingresos por contribuciones sociales, reflejo de la mayor creación de empleo. En tanto, la revisión a la baja, como porcentaje del PBI, de 20,7 a 20,3 por ciento, responde a un punto inicial más bajo en 2023.

Cuadro 22
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2022	2023*			2024*	
		Agosto ^{1/}	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,2	15,6	16,2	15,5	16,2	15,6
Impuesto a la renta	7,5	6,5	6,6	6,5	6,3	6,3
Impuesto General a las Ventas (IGV)	9,4	8,7	8,8	8,4	9,0	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9
Devolución de impuestos	-2,7	-2,6	-2,3	-2,4	-2,1	-2,3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,9	4,7	4,6	4,7	4,5	4,7
Contribuciones sociales	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1
Recursos propios y transferencias	1,4	0,8	1,3	1,3	1,3	1,4
Canon y Regalías	1,0	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Resto	0,5	1,2	0,6	0,6	0,5	0,5
TOTAL	22,1	20,3	20,7	20,2	20,7	20,3

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

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gastos no financieros

53. Los **gastos no financieros** registrarían una reducción real de 3,1 por ciento en 2023, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 20,9 por ciento, menor en 1,1 p.p. al observado en 2022. Esta disminución refleja principalmente una reducción en los gastos asociados al COVID-19, el honramiento más bajo de garantías de crédito, los menores gastos devengados por el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles y por el aporte de capital a Petroperú en 2022. Esta evolución sería compensada parcialmente por el mayor gasto en remuneraciones (en línea con el avance registrado en la primera mitad del año), así como en formación bruta de capital.

Para 2024 se espera un crecimiento del gasto de 2,3 por ciento en términos reales y que este se sitúe en 20,8 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,1 p.p. a la proyectada para 2023. En este crecimiento real se contempla un incremento de los gastos corrientes, especialmente en bienes y servicios y formación bruta de capital, luego del periodo de aprendizaje de las autoridades subnacionales y la priorización de la inversión pública dentro del presupuesto.

La proyección de gastos para 2023 se reduce en términos del producto de 21,0 a 20,9 por ciento del PBI, respecto al Reporte previo. Esta caída se explica por menores gastos en transferencias y bienes y servicios. Para 2024, la proyección se reduce de 21,0 a 20,8 por ciento del PBI, debido a una menor previsión de transferencias. En ese sentido, se prevé que los gastos sigan siendo superiores al nivel registrado antes de la pandemia (nivel promedio 2015-2019: 20,2 por ciento del PBI).

Cuadro 23
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

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

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

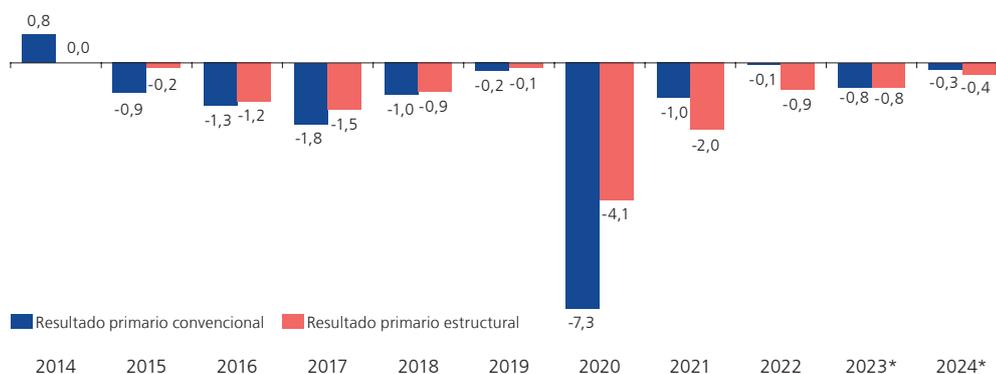
* Proyección

RI: Reporte de Inflación.

Postura fiscal

54. El **resultado primario estructural** excluye los efectos sobre la recaudación y gastos del Gobierno de las decisiones discrecionales de la política fiscal y los componentes cíclicos y transitorios que afectan la economía. Se estima que el déficit primario estructural será de 0,8 y 0,4 por ciento del PBI potencial para 2023 y 2024, respectivamente, ambos mayores al déficit estimado de 0,1 por ciento para 2019. La tendencia del déficit primario estructural refleja una leve reducción de la posición fiscal expansiva, en línea con una expansión nominal del gasto y una brecha del producto negativa.

Gráfico 50
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2014-2024**
 (Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección.

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

Fuente: BCRP.

Financiamiento y deuda

55. Respecto al Reporte de junio se incrementa la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2023 y 2024. Este ajuste se debe principalmente al mayor déficit





fiscal nominal esperado para ambos años. En relación con las **fuentes de financiamiento**, se prevé un incremento en la emisión de bonos soberanos.

Entre 2022 y 2023, se espera que los requerimientos de financiamiento aumenten, debido al incremento proyectado en la amortización de la deuda interna y externa, así como del déficit fiscal.

Cuadro 24
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2022	2023*			2024*	
		Ene-Ago	RI Jun.23	RI Set.23	RI Jun.23	RI Set.23
I. USOS	20 639	26 597	45 075	49 493	29 882	31 939
1. Amortización	4 680	22 933	25 342	25 285	10 359	10 375
a. Externa	3 893	8 130	9 972	9 876	3 737	3 746
b. Interna	788	14 804	15 370	15 409	6 622	6 630
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	553	406	533	565	550	550
2. Resultado económico1/	15 959	3 663	19 732	24 209	19 522	21 564
II. FUENTES	20 639	26 597	45 075	49 493	29 882	31 939
1. Desembolsos y otros	14 974	31 395	40 557	45 209	26 033	31 017
a. Créditos externos	7 066	5 166	10 682	10 851	7 533	9 017
b. Bonos globales y soberanos	7 908	26 229	29 875	34 358	18 500	22 000
2. Variación de depósitos y otros2/	5 665	-4 798	4 518	4 284	3 848	922

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	33,8	32,3	32,1	32,9	31,6	32,8
Saldo de deuda pública neta	21,0	20,3	20,9	21,7	21,4	22,4
Saldo de depósitos públicos	12,8	12,0	11,2	11,2	10,2	10,4

1/ Signo negativo indica superávit.

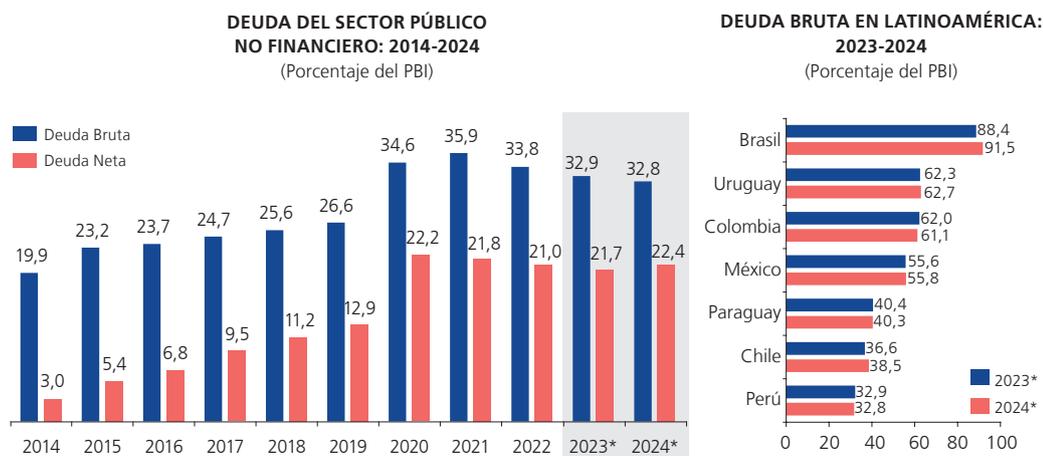
2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

56. La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasaría de 33,8 a 32,9 por ciento del PBI entre 2022 y 2023, para finalmente ubicarse en 32,8 por ciento al final del horizonte de proyección. Las proyecciones de la deuda bruta para 2023 y 2024 serían menores al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI, dispuesta por la Ley N° 31541.

Gráfico 51



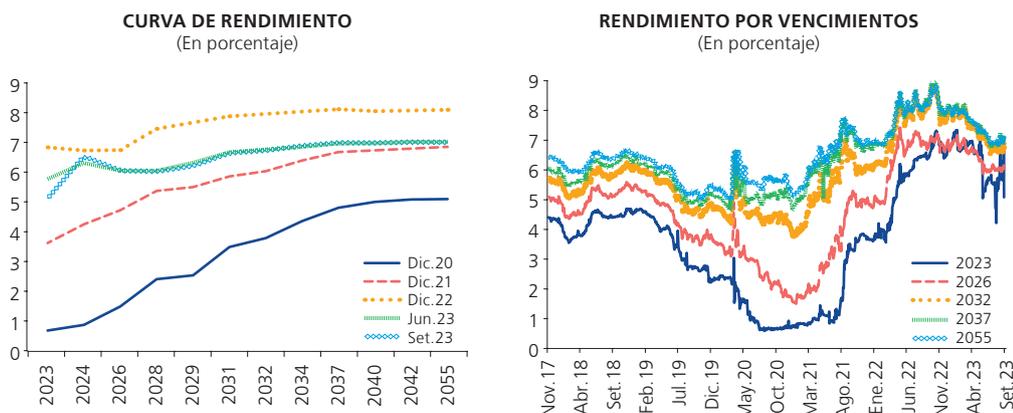
* Proyección

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

Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se incrementaría de 21,0 a 21,7 por ciento del PBI entre 2022 y 2023 y se ubicaría en 22,4 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección.

- 57. La curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP), con tasa de interés fija en soles (soberanos), presenta una ligera reducción promedio de 4 puntos básicos entre junio y setiembre.

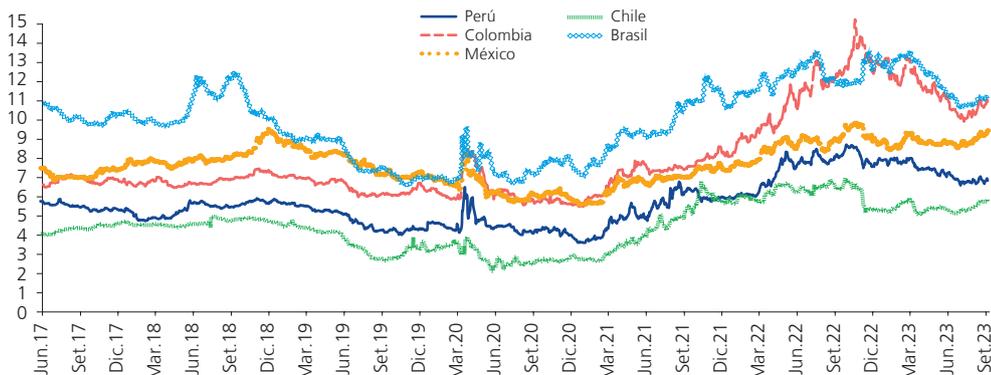
Gráfico 52



Al 8 de setiembre
Fuente: MEF

Durante el periodo analizado, se observa un incremento en el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años en moneda local en la mayoría de los países de la región. Específicamente, los bonos de México y Colombia tuvieron el mayor incremento, en 86 y 82 puntos básicos, respectivamente. Por su parte, los bonos brasileños y chilenos aumentaron en 66 y 60 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, su tasa de rendimiento se ubica en 6,85 por ciento en setiembre.

Gráfico 53
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL (En porcentaje)



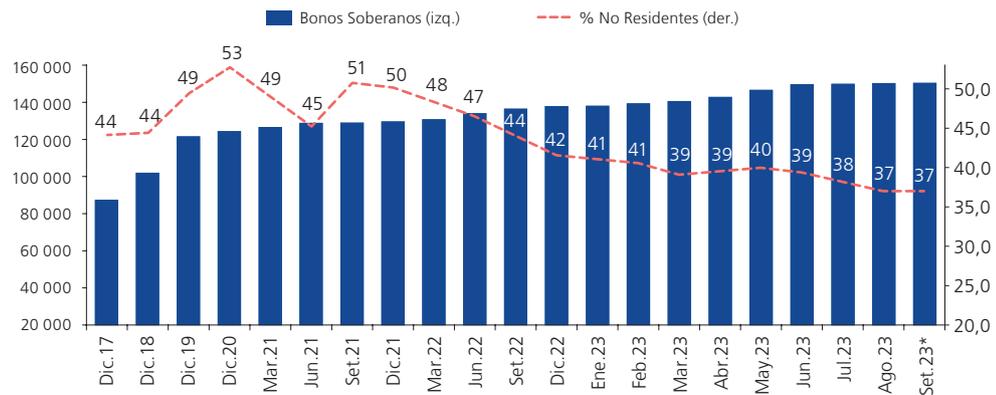
Al 08 de setiembre
Fuente: MEF y Reuters.



Las tasas de rendimiento de los bonos globales en dólares han experimentado un incremento en todos los tramos de la curva de rendimiento en lo que va del tercer trimestre, siendo el incremento más moderado en los tramos cortos. En particular, el bono peruano a 10 años aumentó de 5,18 a 5,69 por ciento en un horizonte similar, mientras que la tasa de rendimiento del bono estadounidense se incrementó de 3,84 a 4,27 por ciento. En la región, los bonos de Chile, México y Brasil presentan tasas de interés más altas durante el tercer trimestre.

El saldo de bonos soberanos, al 08 de setiembre, se ubica en S/ 150,3 mil millones, mayor en S/ 0,7 mil millones al saldo del 30 de junio. En el tercer trimestre, los inversionistas no residentes son los principales ofertantes de bonos, mientras que los bancos destacan por el lado de la demanda. La participación de los inversionistas no residentes ha continuado con su tendencia decreciente, ubicándose en 37 por ciento del total de bonos.

Gráfico 54
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
 (Millones de soles y porcentaje)



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

*Información preliminar al 8 de setiembre.

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

58. En setiembre de 2023, el Directorio del BCRP decidió reducir la tasa de referencia en 25 pbs. a 7,50 por ciento, enfatizando que esta decisión no necesariamente implica un ciclo de sucesivas reducciones en la tasa de interés. Futuros ajustes en la tasa de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes. Como resultado, la tasa de interés real de referencia disminuyó ligeramente de 4,18 por ciento en agosto a 4,14 por ciento en setiembre.

Previamente, el Directorio del BCRP acordó elevar la tasa de referencia en 25 puntos básicos a 7,75 por ciento en enero de 2023. Luego, entre febrero y agosto decidió mantener dicha tasa inalterada. El BCRP retiró del comunicado de política monetaria de agosto la mención que indicaba que esta decisión no necesariamente implica el fin del ciclo de alzas en la tasa de interés.

Gráfico 55
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

59. Las decisiones de política monetaria entre julio y setiembre de 2023 tomaron en consideración que:





- Entre junio y agosto de 2023, la tasa de inflación a doce meses se redujo de 6,46 por ciento a 5,58 por ciento y la tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses disminuyó de 4,35 por ciento a 3,81 por ciento. Ambos indicadores vienen disminuyendo desde inicios de 2023, pero continúan ubicándose por encima del límite superior del rango meta (entre 1 y 3 por ciento).
- El aumento significativo de los precios internacionales de energía y alimentos desde la segunda mitad de 2021, acentuado por los conflictos internacionales, ha conllevado a un incremento de las tasas de inflación a nivel global en magnitudes no vistas en muchos años y hacia niveles significativamente superiores a las metas de inflación de bancos centrales, aunque en la mayoría de países se observa una tendencia decreciente durante el año. En el caso peruano, se registran efectos transitorios en la inflación mayores a los esperados por restricciones en la oferta de algunos alimentos, algunos de los cuales habrían comenzado a disiparse desde junio.
- Se proyecta que se mantenga una tendencia decreciente de la inflación interanual alcanzando el rango meta a inicios del próximo año, debido a la moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía, a la reversión de choques de oferta en el sector agropecuario y a una reducción de las expectativas de inflación. Sin embargo, existen riesgos asociados a factores climáticos.
- Entre junio y agosto de 2023, las expectativas de inflación a doce meses disminuyeron de 3,83 a 3,36 por ciento, acercándose al límite superior del rango meta de inflación.
- Los indicadores adelantados y de expectativas sobre la economía en agosto muestran una moderada recuperación frente al mes previo, aunque se mantienen aún en el tramo pesimista. Los choques derivados de los conflictos sociales y el Niño costero han tenido un impacto mayor a lo esperado en la actividad económica y la demanda interna.
- Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial apuntan hacia una moderación; aunque subsiste el riesgo global por los efectos de la política monetaria restrictiva en las economías avanzadas, un menor crecimiento de China, y los conflictos internacionales.

60. La decisión de la tasa de interés de referencia toma en cuenta las proyecciones de la inflación y sus determinantes tales como la evolución de la brecha de producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio y otros factores de oferta que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos.

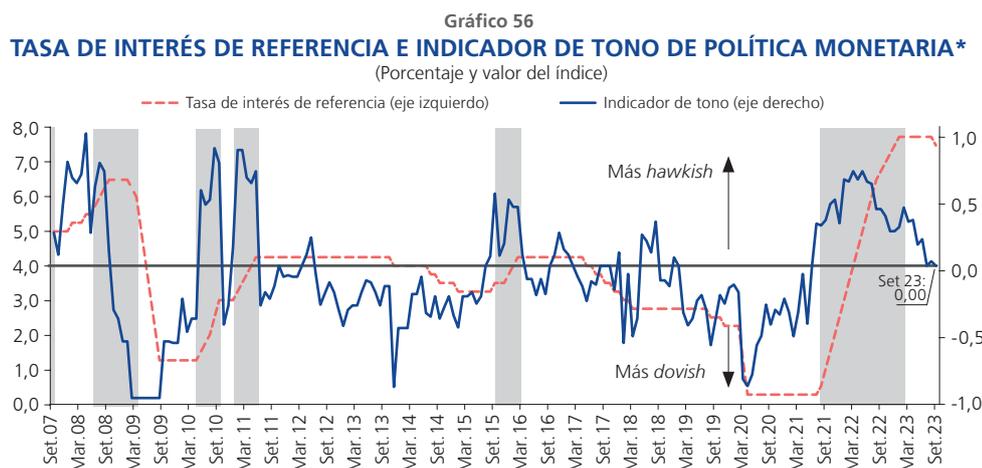
El BCRP ha realizado los ajustes necesarios a su posición de política monetaria para asegurar que las expectativas de inflación regresen al rango meta en un horizonte de tiempo razonable, en un contexto de mayor inflación a nivel global, en particular por los mayores precios internacionales de alimentos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

61. En la sesión de programa monetario de setiembre, el Directorio acordó las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero bajo la modalidad de ventanilla. De este modo, los niveles vigentes son:
- i. Depósitos overnight: 4,75 por ciento anual.

- ii. Operaciones de reporte directas de títulos valores y de moneda, y Créditos de Regulación Monetaria: i) 8,00 por ciento anual para las primeras 10 operaciones en los últimos 3 meses; 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 son operaciones de última instancia, los límites de este corredor (inferior y superior) se fijan con el objetivo de incentivar a las entidades financieras a canalizar sus excedentes de liquidez a través del mercado interbancario.

62. Con respecto al tono y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP muestra un menor nivel desde febrero de 2023, mes desde el cual la tasa de interés de referencia se mantuvo en 7,75 por ciento, y en donde los mensajes del comunicado de política monetaria han sido modificados paulatinamente. En setiembre, el indicador de tono muestra una posición neutral.



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

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

Operaciones Monetarias

63. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario. Para ello, entre el 1 de junio y el 31 de agosto de 2023, el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento de CDV BCRP (S/ 2 254 millones), la colocación neta de Repo de Valores (S/ 1 845 millones), la colocación neta de Repo de Monedas (S/ 500 millones) y la colocación neta de Subastas de Depósitos del Tesoro Público a plazo (S/ 183 millones). Estas operaciones fueron parcialmente compensadas por la colocación neta de CD BCRP (S/ 7 239 millones), la colocación neta de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 5 465 millones), la amortización de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 3 392 millones), la colocación neta de CDR BCRP (S/ 220 millones) y el vencimiento de Repos de Cartera (S/ 18 millones).

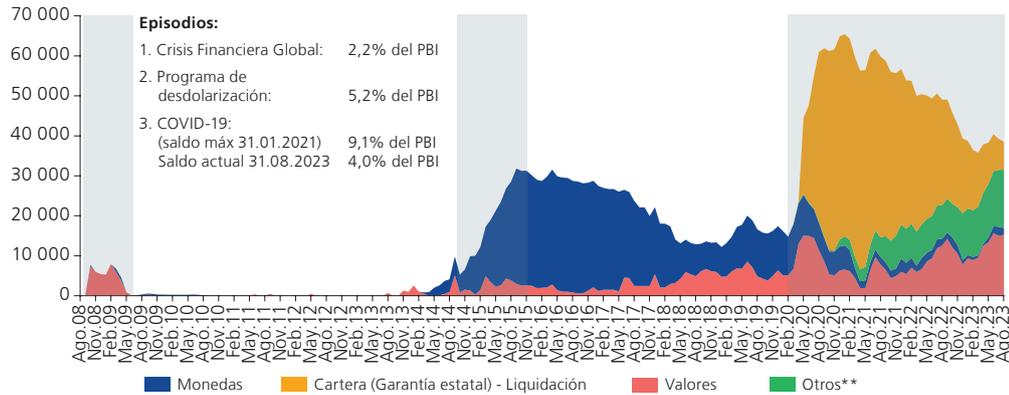
El saldo total de operaciones de inyección se ubicó en S/ 38 443 millones al 31 de agosto de 2023, mientras que el saldo de Certificados del BCRP (CD, CDV y CDR) fue S/ 34 137



millones a la misma fecha. Por su parte, los saldos de subastas de fondos del Tesoro Público y de liquidación de compras de BTP fueron de S/ 6 844 millones y S/ 8 332 millones a la misma fecha, respectivamente.

En términos del PBI nominal, al cierre del mes de agosto el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 4,0 por ciento del PBI, del cual S/ 6 919 millones corresponden a repos de cartera de crédito con garantía estatal.

Gráfico 57
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



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

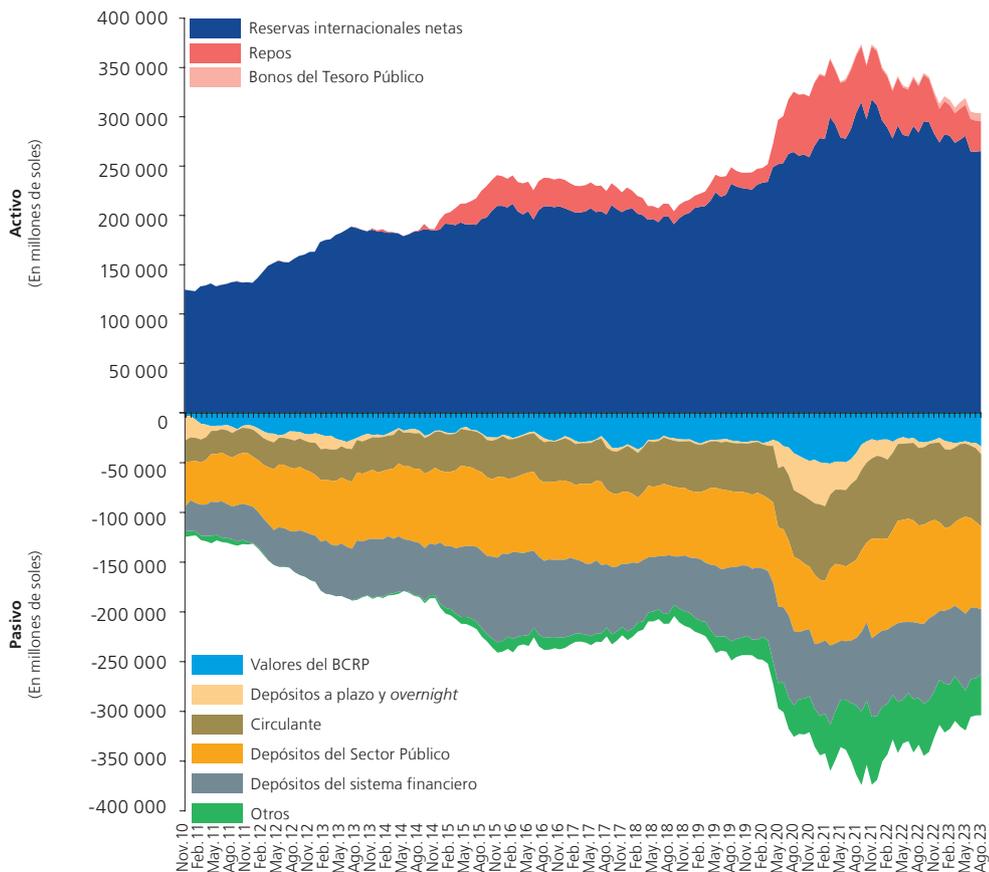
64. Desde marzo de 2023, el BCRP ha realizado compras de Bonos del Tesoro Público (BTP) en el mercado secundario con vencimientos hasta 2040. Estas operaciones forman parte del grupo de instrumentos que dispone el BCRP para la regulación de la liquidez del sistema financiero. Así, entre marzo y agosto de 2023, el BCRP ha comprado los BTP con vencimientos entre los años 2028 y 2040 por un valor total de S/ 3 019 millones.
65. La participación del saldo de las operaciones de reporte en los activos netos del BCRP en agosto fue mayor a la de mayo. Por su parte, las participaciones de los depósitos del sector público y de los depósitos del sistema financiero en los pasivos netos del BCRP disminuyeron, mientras que las participaciones de los instrumentos de esterilización del BCRP y el circulante aumentaron. Por un lado, el saldo de las operaciones de reporte se incrementó de 9,8 a 9,9 por ciento de los activos netos del BCRP entre mayo y agosto de 2023. Por otro lado, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP disminuyó de 30,5 por ciento en mayo de 2023 a 27,3 por ciento a agosto del presente, mientras que la de los depósitos del sistema financiero se redujo de 24,1 por ciento a 21,4 por ciento. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 9,8 por ciento en mayo de 2023 a 13,9 por ciento en agosto del mismo año; el circulante, asimismo, incrementó su participación de 22,9 por ciento a 23,9 por ciento entre el cierre de mayo y agosto de 2023.

Cuadro 25
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.21	Dic.22	May.23	Ago.23
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	84,6% (US\$ 78 495 mills.)	87,5% (US\$ 71 883 mills.)	88,0% (US\$ 76 244 mills.)	87,3% (US\$ 71 853 mills.)
Repos	14,8%	10,8%	9,8%	9,9%
Bonos soberanos	0,6%	1,7%	2,2%	2,7%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	26,0%	28,5%	30,5%	27,3%
En moneda nacional	23,9%	24,9%	24,9%	21,6%
En moneda extranjera	2,1%	3,6%	5,7%	5,7%
2. Depósitos totales del sistema financiero	22,2%	22,0%	24,1%	21,4%
En moneda nacional	3,9%	4,3%	4,0%	4,1%
En moneda extranjera	18,4%	17,7%	20,2%	17,3%
3. Instrumentos del BCRP	11,8%	9,6%	9,8%	13,9%
CD BCRP	3,9%	4,0%	8,3%	11,2%
CDR BCRP	0,4%	0,0%	0,0%	0,1%
CDV BCRP	3,4%	4,2%	0,7%	0,0%
Depósitos a Plazo	3,2%	1,1%	0,2%	2,2%
Depósitos overnight	0,9%	0,4%	0,6%	0,4%
4. Circulante	22,6%	25,5%	22,9%	23,9%
5. Otros*	17,4%	14,4%	12,6%	13,6%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.
Fuente: BCRP.

Gráfico 58
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2010-2023



Fuente: BCRP.





El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, en agosto de 2023, los activos del BCRP ascienden a S/ 303 580 millones, equivalente a 31,3 por ciento del PBI, menor al observado en el año 2020 en el contexto de la pandemia del COVID-19 (46,6 por ciento) y al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,2 por ciento del PBI).

Mercados financieros

66. La expectativa del mercado de una futura reducción de la tasa de referencia se reflejó como una reducción en la mayoría de las tasas de interés del mercado monetario y depósitos de empresas durante el tercer trimestre de 2023. En el caso del mercado de créditos, se observa comportamientos mixtos en cada segmento en línea con los cambios en los niveles de morosidad y crecimiento de las colocaciones.

Entre junio y la primera parte de setiembre de 2023, la tasa de interés interbancaria *overnight* se mantuvo alrededor a su nivel de referencia vigente (7,75 por ciento) y convergió inmediatamente al nuevo nivel establecido el 14 de setiembre (7,50 por ciento).

Cuadro 26
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Set.23	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	2,6	8,1	8,1	8,2	7,9	3,7
TIPMN	2,3	1,0	1,1	3,0	3,5	3,9	3,9	2,3
FTIPMN	1,5	0,1	1,0	3,7	3,9	3,7	3,9	2,2
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	1,9	7,4	7,5	7,8	7,5	3,4
Personas	1,6	0,2	0,7	3,7	3,3	3,3	3,0	2,4
Empresas	2,3	0,0	1,9	7,4	7,5	7,8	7,5	3,4
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	2,2	7,5	7,9	8,1	8,0	3,6
Personas	1,8	0,5	0,8	3,7	4,1	5,4	6,9	2,0
Empresas	2,8	0,2	2,2	7,8	8,1	8,3	8,2	3,7
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	2,4	7,6	7,5	8,1	7,8	3,8
Personas	2,3	0,5	0,9	4,8	5,5	7,2	7,3	2,7
Empresas	3,1	0,3	2,6	8,5	8,4	8,8	8,4	4,0
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	2,9	7,6	7,9	7,7	7,3	4,1
Personas	3,3	1,3	2,9	6,9	7,3	7,3	6,6	3,9
Empresas	3,3	0,4	2,9	7,8	8,2	7,9	7,7	4,2
CTS	2,2	1,9	2,3	2,6	3,5	2,6	2,8	3,1
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	3,1	9,2	9,1	9,3	8,9	4,5
TAMN	14,4	12,1	11,2	14,5	14,9	15,7	15,9	15,7
FTAMN	18,2	17,6	20,9	28,3	28,9	28,9	30,9	21,0
Corporativos	3,8	2,5	3,2	8,9	9,3	9,1	9,1	5,3
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	10,6	11,0	10,6	10,7	6,9
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,8	14,1	14,8	14,5	14,4	10,2
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	19,3	22,5	23,4	22,8	23,5	20,3
Microempresas	31,3	30,1	32,3	36,3	38,9	37,9	38,3	32,8
Microempresas 3/	44,5	22,6	38,8	39,3	42,2	42,0	43,4	40,0
Consumo	40,9	39,5	41,8	49,6	50,1	52,3	54,4	42,3
Consumo 3/	43,1	41,5	40,4	47,7	50,2	50,4	51,9	44,3
Hipotecario	7,0	6,4	6,9	9,9	10,0	9,6	9,3	8,4

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

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

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

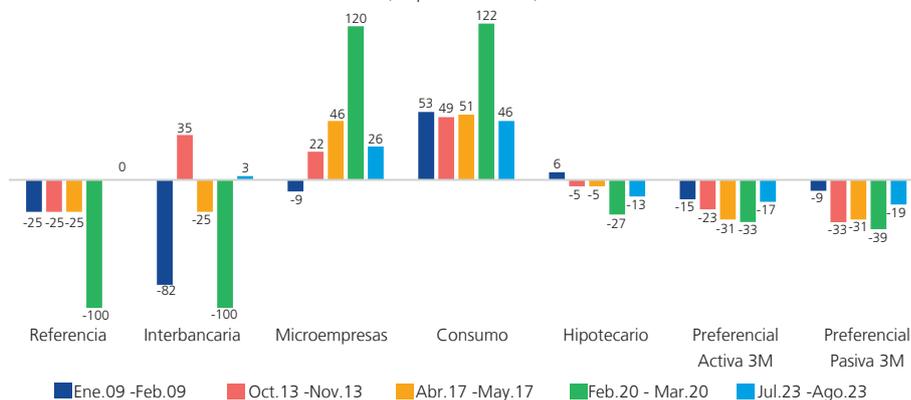
Al 8 de setiembre.

Fuente: BCRP y SBS.

Las tasas de interés preferenciales activas y pasivas, las mismas que son altamente representativas de las condiciones financieras de las empresas bancarias y que incorporan rápidamente los cambios en la tasa de interés de referencia, disminuyeron en el tercer trimestre de 2023. Así, entre junio y setiembre, las tasas de interés activas y pasivas a plazos

entre *overnight* y doce meses acumulan reducciones promedio de 43 y 35 puntos básicos, respectivamente.

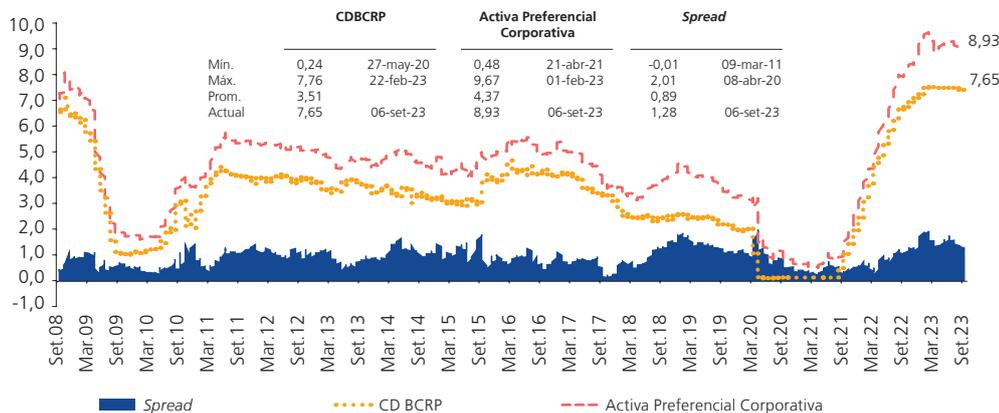
Gráfico 59
VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EPISODIOS PREVIOS A UNA REDUCCIÓN EN LA TASA DE REFERENCIA
(En puntos básicos)



Al 31 de agosto.
Fuente: BCRP y SBS.

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses en setiembre (1,28 por ciento) ha descendido desde uno de los niveles más altos alcanzados en los últimos años (1,93 por ciento en febrero de 2023). En este contexto, el BCRP continúa realizando operaciones de inyección de liquidez a plazo, con el objetivo de adecuar la liquidez estructural del sistema financiero, y con ello asegurar el correcto funcionamiento del mercado.

Gráfico 60
TASA DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CD BCRP A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 6 de setiembre.
Fuente: BCRP y SBS.

Por segmento de crédito, las tasas de interés de la mayoría de los segmentos subieron entre junio y setiembre de 2023. Los sectores de menor riesgo crediticio (grandes empresas

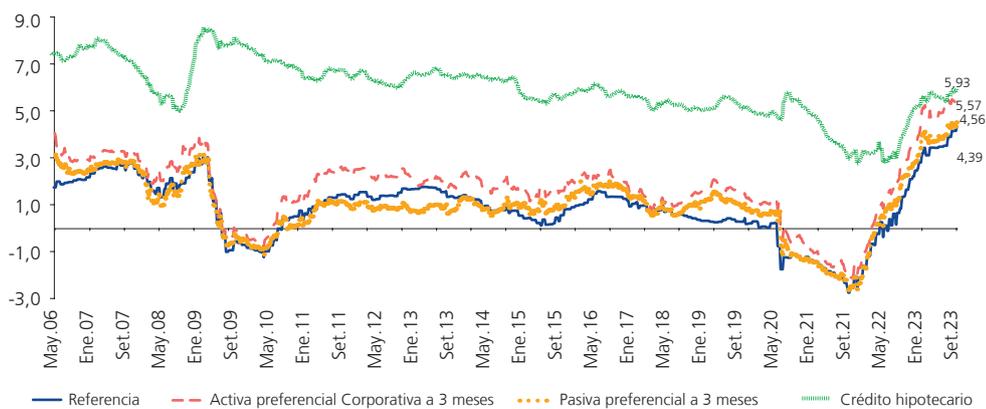


y corporativos) acumulan los menores incrementos en sus tasas de interés (5 y 7 puntos básicos, respectivamente). De otro lado, el sector de medianas empresas acumula una reducción trimestral de 19 puntos básicos. Por otra parte, los sectores de microempresas, pequeñas empresas y consumo del sistema bancario presentan los mayores incrementos en sus tasas de interés (48, 63 y 203 puntos básicos, respectivamente). En el mismo horizonte, la tasa de interés del sector hipotecario disminuyó de 9,6 a 9,3 por ciento, influenciado por la reducción en la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años en el tercer trimestre (3 puntos básicos) y al crecimiento moderado en el ritmo de las colocaciones mensuales (0,1 por ciento).

En el caso de las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias, la mayoría de ellas descendió en el tercer trimestre de 2023, principalmente las preferenciales corporativas (reducción acumulada de 35 puntos básicos a plazos entre *overnight* y 12 meses). El saldo de los depósitos de personas en el sistema financiero continúa descendiendo, principalmente los depósitos de ahorro, lo cual ha incentivado el aumento de algunas tasas de interés de depósitos durante el tercer trimestre de 2023. Así, entre junio y setiembre de 2023, las tasas de interés remuneradas a las personas aumentaron en 155 y 9 puntos básicos a plazos entre 31 y 90 días y entre 91 y 180 días, respectivamente. Para las empresas, las tasas de interés disminuyeron en todos sus plazos en promedio 23 puntos básicos.

- 67. Las tasas de interés reales en moneda nacional registran mayores niveles en el tercer trimestre de 2023, en línea con la reducción de las expectativas de inflación. Así entre junio y setiembre de 2023 la tasa de referencia en términos reales se incrementó en 85 puntos básicos, mientras que las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a 90 días subieron en 49 y 53 puntos básicos, respectivamente. La tasa de interés real del crédito hipotecario aumentó en 57 puntos básicos.

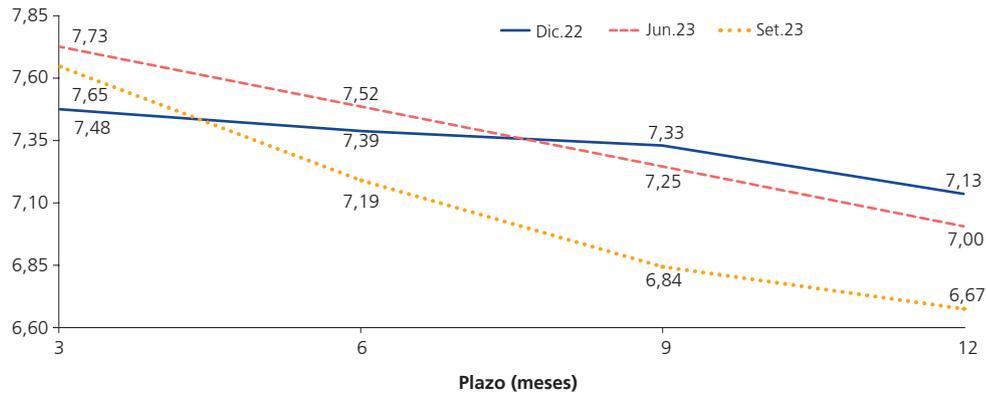
Gráfico 61
TASAS DE INTERÉS REALES EX ANTE EN SOLES
 (En porcentaje)



Al 8 de setiembre. Las tasas de interés nominales son deflactadas usando las expectativas de inflación.
 Fuente: BCRP y SBS.

- 68. Las tasas de rendimiento de la curva de los Certificados de Depósito (CD-BCRP) disminuyeron en el tercer trimestre de 2023 y mantiene su forma invertida, lo cual refleja la expectativa del mercado sobre la evolución futura de la tasa de referencia. Así, las tasas de interés entre junio y setiembre de 2023 han bajado en 8, 33, 41 y 33 puntos básicos al plazo de 3, 6, 9 y 12 meses.

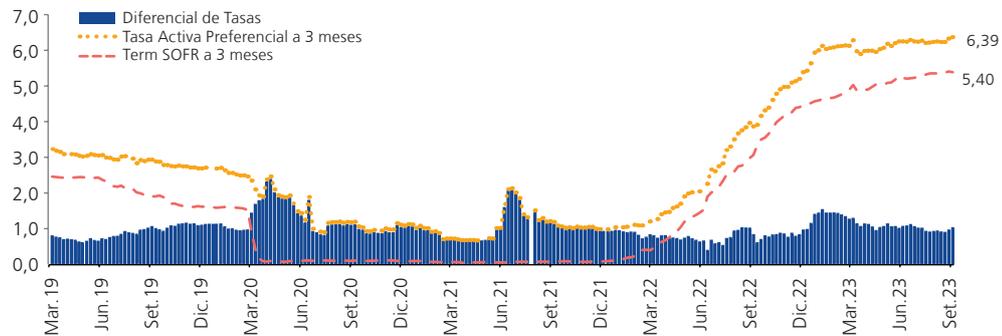
Gráfico 62
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD-BCRP ^{1/}
(En porcentaje)



^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
Al 8 de setiembre.
Fuente: BCRP.

69. En el caso del mercado monetario en dólares, las tasas de interés del mercado local son influenciadas por la trayectoria de la tasa de política de la Reserva Federal. Así, la tasa de interés interbancaria promedio *overnight* subió en la misma magnitud que la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Federal Funds Rate), desde 5,25 por ciento en junio hasta 5,50 por ciento en setiembre. En el caso de las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre 1 y 6 meses, estas aumentaron en promedio en 13 y 17 puntos básicos, respectivamente. Con ello, el *spread* entre la tasa de interés activa preferencial y la tasa CME *Term SOFR* a 3 meses disminuyó de 103 puntos básicos en junio a 100 puntos básicos en setiembre de 2023.

Gráfico 63
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CME TERM-SOFR A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 6 de setiembre.
Fuente: Chicago Mercantile Exchange, BCRP

Para el mercado de créditos, en el tercer trimestre de 2023, las tasas de interés de los segmentos de mayor riesgo crediticio aumentaron en mayor magnitud (microempresas, pequeñas empresas y consumo). Cabe resaltar que, el sector de pequeñas y microempresas presenta uno de los mayores incrementos en su nivel de morosidad (3,13 por ciento) durante el 2023 entre los segmentos de crédito de las empresas bancarias. La tasa de interés del crédito hipotecario descendió desde 8,10 por ciento en junio a 7,91 por ciento





en setiembre, mientras que la tasa de rendimiento del bono global a 10 años aumentó de 5,18 por ciento a 5,69 por ciento en similar horizonte.

Cuadro 27
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Set.23	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,3	4,7	4,9	5,1	5,3	1,2
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	1,2	1,6	1,7	1,9	0,6
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	2,3	3,0	3,1	3,1	0,8
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	3,6	4,3	4,6	4,8	1,0
Personas	1,3	0,0	0,1	1,1	1,7	2,3	2,0	0,7
Empresas	1,4	0,1	0,1	3,6	4,3	4,6	4,8	1,0
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	3,3	4,5	4,6	4,8	1,2
Personas	1,0	0,2	0,2	1,7	2,8	2,9	3,4	0,7
Empresas	1,6	0,3	0,2	3,4	4,7	4,8	5,0	1,3
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,5	3,4	3,7	4,4	4,3	1,2
Personas	1,0	0,2	0,3	2,1	2,9	4,0	3,9	0,9
Empresas	1,6	0,3	0,6	4,6	4,8	5,0	5,1	1,4
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,6	3,8	4,2	4,3	4,2	1,3
Personas	1,2	0,3	0,4	3,2	4,0	4,3	3,3	1,2
Empresas	1,8	0,3	0,7	4,9	5,0	5,0	5,5	1,5
CTS	1,3	1,0	0,9	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	1,0	6,0	6,0	6,3	6,4	2,3
TAMEX	7,6	6,1	6,7	9,3	10,2	10,4	10,7	7,7
FTAMEX	7,1	6,3	7,6	10,9	12,5	12,7	13,1	7,9
Corporativos	3,2	2,0	2,1	6,1	7,1	7,1	7,3	3,3
Grandes Empresas	5,5	4,5	5,7	7,8	8,5	8,5	8,7	6,7
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	8,8	10,1	10,2	10,0	7,8
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	10,3	12,2	13,5	12,5	13,9	11,6
Microempresas	11,0	8,5	7,4	12,7	12,9	13,4	17,2	16,2
Microempresas 3/	7,7	4,8	17,1	9,4	12,5	11,9	14,3	13,1
Consumo	36,1	35,1	33,4	41,0	41,5	41,2	43,2	31,2
Consumo 3/	35,3	33,5	33,9	37,1	40,7	40,8	41,4	35,9
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	8,3	8,0	8,1	7,9	6,9

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

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

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 8 de setiembre.

Fuente: BCRP y SBS

Las tasas de los depósitos en dólares de las empresas bancarias disminuyeron en el tercer trimestre, especialmente aquellas remuneradas a las personas (reducción promedio de 22 puntos básicos). Los depósitos de las empresas aumentaron en promedio 22 puntos básicos (49 puntos básicos a plazo de 181 a 360 días). En el caso de la tasa de interés de los depósitos C.T.S., esta aumentó de 1,00 por ciento en junio a 1,14 por ciento en setiembre.

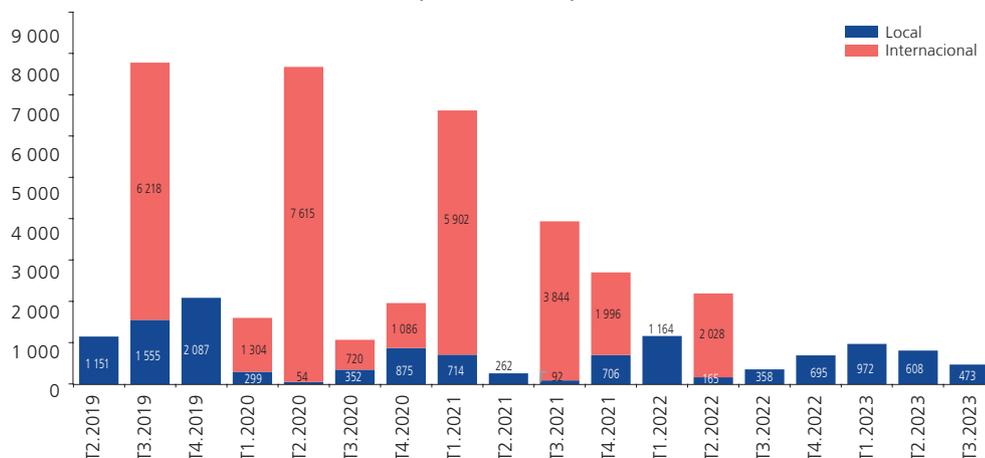
Mercado de renta fija

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

En el mercado local se colocaron por oferta pública un total de S/ 473 millones en lo que va del tercer trimestre de 2023, lo que estuvo por debajo del segundo trimestre de 2023 (S/ 812 millones), y del promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 740 millones).

En el mercado internacional, por quinto trimestre consecutivo, las corporaciones peruanas no realizaron nuevas colocaciones de bonos. Por otro lado, las entidades no residentes han emitido valores en soles S/ 455 millones de soles, lo que se halla por encima del total vendido en el segundo trimestre de 2023 (S/ 142 millones), aunque aún por debajo del promedio trimestral entre los años 2019 y 2022 (S/ 543 millones).

Gráfico 64
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(EN MILLONES S/)



Al 28 de agosto.
Fuente: Reuters y SMV.

71. El valor de las carteras administradas por inversionistas institucionales continúa con una leve recuperación en el tercer trimestre de 2023.

En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó de S/ 105,9 mil millones a S/ 116,7 mil millones entre el 30 de diciembre de 2022 y el 8 de setiembre de 2023. Esta aún continúa recuperándose luego de los retiros significativos de los aportantes debido a la Ley N° 31478 (“Ley que faculta el retiro extraordinario de los fondos privados de pensiones en el contexto de la pandemia COVID-19 en 2022”) y otras normas previas que se estima ocasionaron entre los años 2020 y 2022 retiros extraordinarios por hasta S/ 88,0 mil millones (9,4 por ciento del PBI).

Para los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha incrementado desde S/ 28,3 mil millones en diciembre de 2022 a S/ 30,2 mil millones en agosto de 2023. El número de participantes aumentó de S/ 340,5 miles a S/ 341,5 miles en similar periodo. Para las empresas de seguros, la cartera aumentó de S/ 58,0 mil millones a S/ 59,6 mil millones entre diciembre de 2022 y junio de 2023.

Mercado cambiario

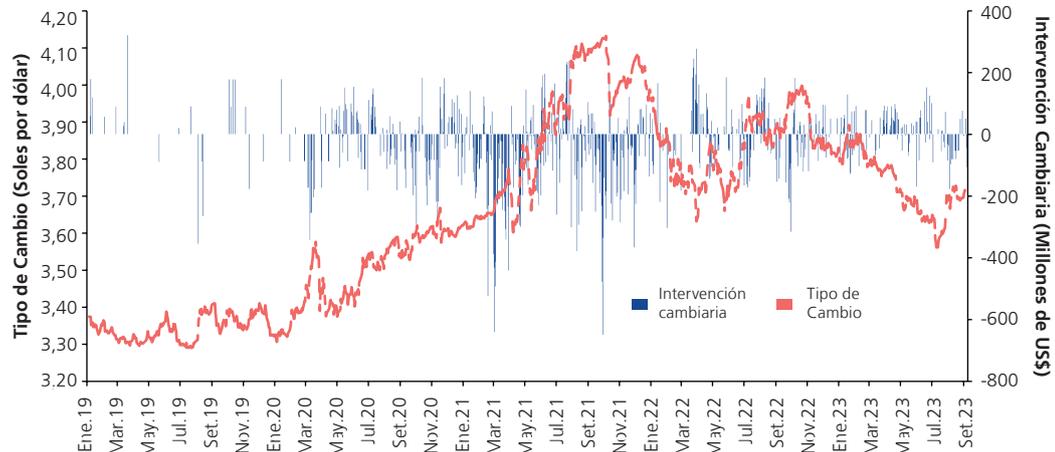
72. La trayectoria del tipo de cambio en el tercer trimestre de 2023 fue influenciada por cambios en el sentimiento hacia activos de riesgo, el incremento de la demanda neta de dólares del sector no financiero y el fortalecimiento del dólar a nivel global (2,1 por ciento). Así, el tipo de cambio aumentó de S/ 3,626 por dólar el 30 de junio a S/ 3,716 por dólar el 8 de setiembre, acumulando una depreciación de 2,5 por ciento en el periodo.

En este contexto de incremento de la variabilidad del tipo de cambio, la intervención cambiaria realizada por el BCRP aumentó durante el tercer trimestre de 2023 respecto



al trimestre previo. En el tercer trimestre la incertidumbre en los mercados financieros se mantiene y, con ello, el menor apetito por activos de riesgo.

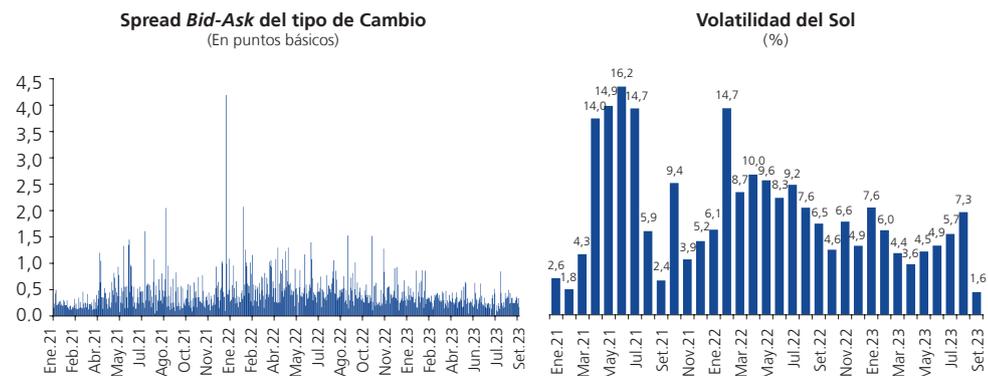
Gráfico 65
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones netas de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios. Al 8 de setiembre.
Fuente: BCRP.

La volatilidad promedio del sol peruano aumentó en el tercer trimestre, particularmente en agosto, respecto al primer y segundo trimestre. Esta mayor volatilidad también se reflejó en los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio, los cuales fluctuaron entre 0,0 y 0,85 puntos básicos entre julio y setiembre de 2023, por encima del rango del segundo trimestre (0,05 y 0,65 puntos básicos).

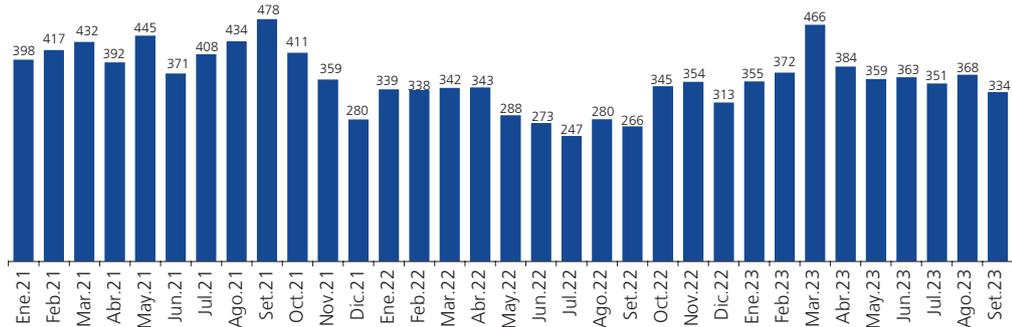
Gráfico 66
SPREAD Y VOLATILIDAD DEL DEL TIPO DE CAMBIO



Desviación estándar diaria anualizada mensual.
Al 8 setiembre.
Fuente: Reuters y BCRP.

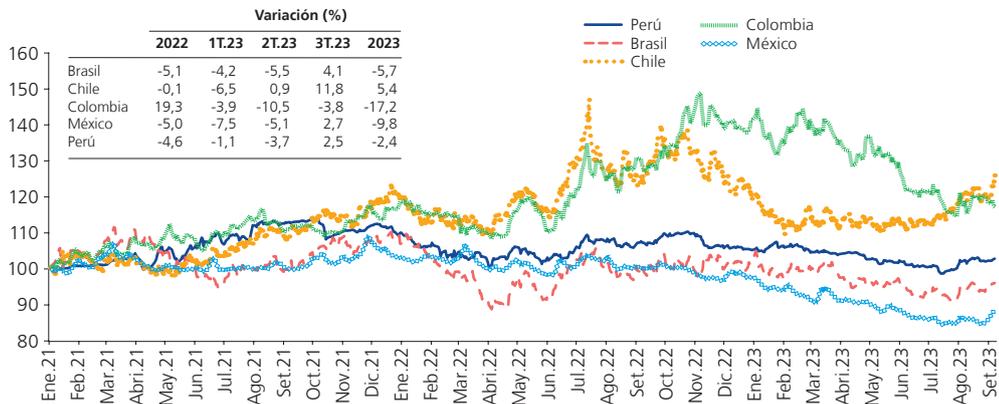
La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* en lo que va del tercer trimestre (US\$ 351 millones) es menor al primer y segundo trimestre (US\$ 398 millones y US\$ 369 millones, respectivamente).

Gráfico 67
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
(En millones US\$)



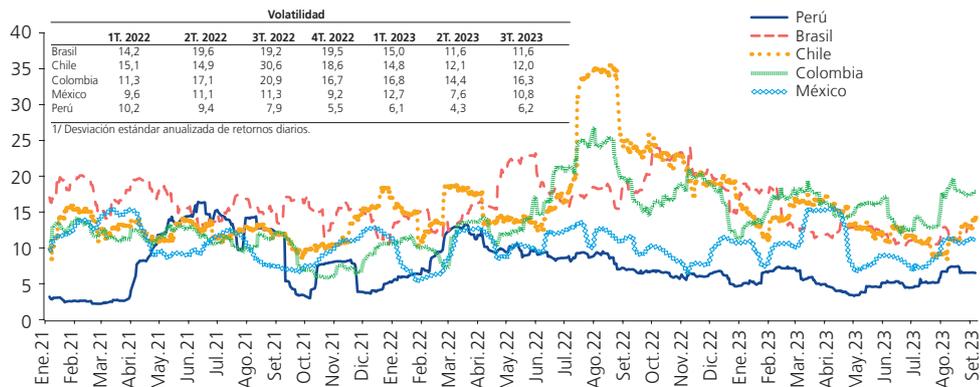
Al 8 de setiembre.
Fuente: BCRP.

Gráfico 68
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO^{1/}
(31 Dic.2020=100)



^{1/} Un aumento de índice indica depreciación de la moneda.
Al 8 de setiembre.
Fuente: BCRP y Reuters.

Gráfico 69
VOLATILIDAD CAMBIARIA*



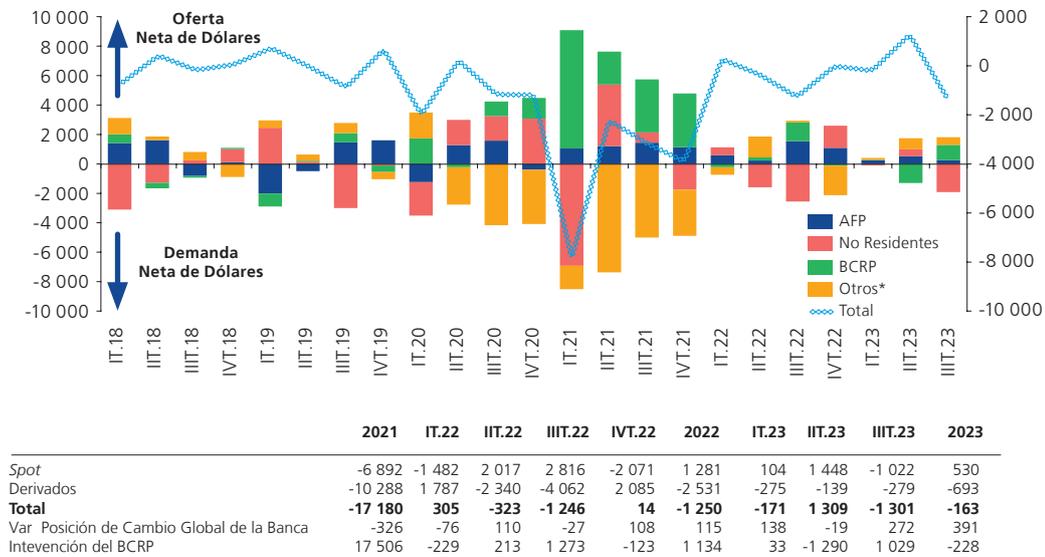
*Desviación estándar del retorno diario anualizado en los últimos 30 días.
Al 8 de setiembre.
Fuente: Reuters.



En la región, durante el tercer trimestre, el sol presentó la menor volatilidad (6,2 por ciento), por debajo del promedio regional (11,4 por ciento), y el segundo mejor desempeño trimestral. La estabilidad del sol peruano se asocia a los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía peruana, así como a una moderación en las expectativas de depreciación de la moneda local respecto al dólar estadounidense por parte de los agentes económicos.

73. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el tercer trimestre de 2023, al 8 de setiembre, son de demanda neta de dólares (US\$ 1 301 millones), un cambio respecto a la oferta neta de dólares observada en el segundo trimestre (US\$ 1 309 millones). En el mercado *spot* se registró una demanda neta de dólares (US\$ 1 022 millones) que proviene principalmente del sector corporativo, inversionistas no residentes y AFP. En el mercado de derivados existe una demanda neta (US\$ 279 millones) proveniente de los inversionistas no residentes.

Gráfico 70
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
 (En millones de dólares)



*Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.

**Al 8 de setiembre.

Fuente: BCRP.

Los inversionistas no residentes cambiaron sus posiciones netas en dólares entre el segundo y tercer trimestre. En el mercado *spot* demandaron dólares en el tercer trimestre (US\$ 668 millones), principalmente en el mes de agosto (US\$ 536 millones), un cambio respecto a la oferta de dólares neta en el segundo trimestre (US\$ 531 millones). En el mercado de derivados, demandaron en neto en el tercer trimestre (US\$ 1 241 millones), por encima de la demanda neta del segundo trimestre (US\$ 64 millones). Entre el 30 de junio y el 8 de setiembre, los inversionistas foráneos vendieron en neto S/ 3 306 millones de bonos del tesoro público (BTP), un cambio considerable respecto a las compras netas del segundo trimestre (S/ 4 016 millones).

Las AFP ofertaron en el tercer trimestre de 2023 alrededor de US\$ 262 millones, cifra por debajo de la oferta neta del segundo trimestre (US\$ 517 millones), mientras que en el mercado *spot* demandaron en neto US\$ 693 millones, en el mercado de derivados ofertaron cerca de US\$ 955 millones. Las compras netas de valores externos de las AFP en el periodo ascienden a US\$ 789 millones, por encima de las compras del segundo trimestre (US\$ 412 millones).

En el caso del sector no financiero, entre junio y setiembre de 2023 las entidades presentan una oferta neta de US\$ 523 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de US\$ 2 290 millones, principalmente en el mercado *spot* (US\$ 2 345 millones), por debajo del total registrado en el segundo trimestre (US\$ 2 167 millones), lo cual se refleja en una reducción en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios; (ii) empresas del sector minero: oferta neta de US\$ 1 727 millones (US\$ 1 718 millones en el mercado *spot*), por debajo de la oferta neta del segundo trimestre (US\$ 2 366 millones); (iii) sector minorista: oferta neta de US\$ 1 086 millones en el mercado *spot*, por debajo a la oferta neta del segundo trimestre (US\$ 821 millones).

Para las empresas bancarias, la posición global disminuyó de - US\$ 7 millones en junio hasta - US\$ 280 millones en setiembre de 2023. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes aumentó en US\$ 1 218 millones entre el segundo y tercer trimestre de 2023.

Entre junio y setiembre de 2023, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de subastas de *swaps* cambiarios venta en las modalidades de tasa fija y tasa variable; y con la colocación de certificados de depósito reajustables (CDR-BCRP), con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Así, se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 11 553 millones (US\$ 3 156 millones) a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses a tasa fija y variable, y vencieron S/ 8 449 millones (US\$ 2 186 millones) a tasa fija. Adicionalmente, se colocaron CDR BCRP por S/ 280 millones (US\$ 76 millones) al plazo de 3 meses, y vencieron S/ 60 millones (US\$ 16 millones).

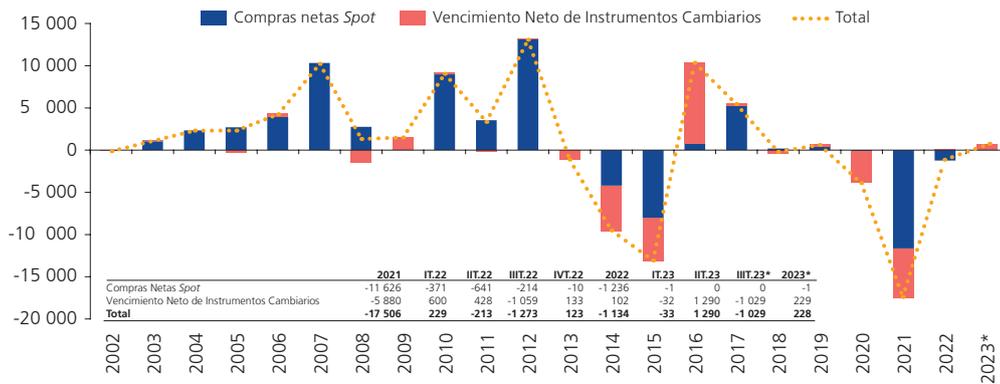
El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y CDR BCRP venta al 8 de setiembre se ubica en US\$ 9 497 millones (13 por ciento de las RIN). El plazo residual promedio de *swaps* cambiario venta asciende a 259 días en setiembre de 2023, superior al que existía en diciembre de 2019 (62 días), diciembre de 2020 (107 días) y a diciembre de 2022 (244 días), pero inferior al plazo promedio residual de diciembre de 2021 (293 días) y de junio de 2023 (278 días). El incremento en los plazos promedio está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor.

Al 8 de setiembre, en el tercer trimestre, el BCRP ha realizado una venta neta de US\$ 1 029 millones en el mercado cambiario mediante colocación neta de *swaps* cambiarios (US\$ 970 millones) y de CDR BCRP (US\$ 59 millones).

En un entorno de incremento de la demanda neta de dólares en el mercado cambiario local, el BCRP ha ofertado en neto dólares a las empresas bancarias en el tercer trimestre de 2023, a través de las colocaciones de instrumentos cambiarios.



Gráfico 71
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)

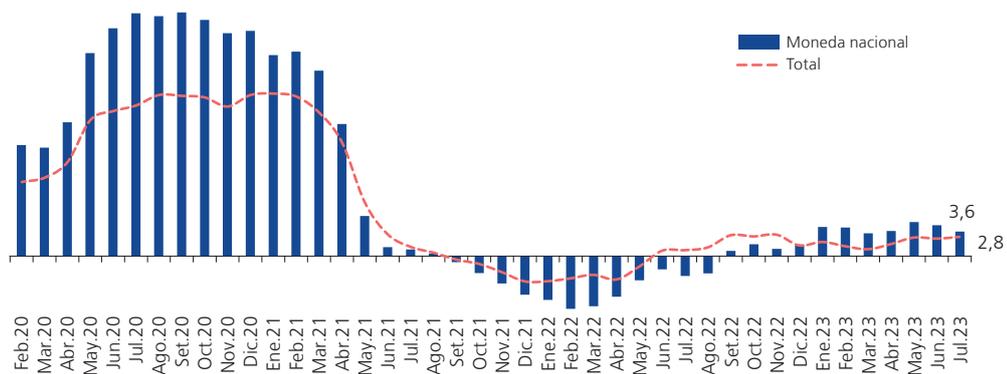


*Al 8 de setiembre.
Fuente: BCRP.

Liquidez

74. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado ha crecido en promedio 2,0 por ciento en lo que va de 2023. Esta se ubicó en 2,8 por ciento en términos anuales en julio. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 3,6 por ciento interanual, mientras que los denominados en dólares se incrementaron en 1,4 por ciento interanual en el mes de julio.

Gráfico 72
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)



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

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se incrementó ligeramente de 35,6 por ciento en diciembre de 2022 a 36,0 por ciento en julio de 2023. Esto está explicado por el aumento de la dolarización de los depósitos de las empresas (de 39,7 por ciento a 39,9 por ciento) y de depósitos de personas (de 32,5 por ciento a 33,0 por ciento).

En 2022 los depósitos en moneda nacional crecieron 1,7 por ciento; en tanto, el crédito al sector privado en moneda nacional, 2,5 por ciento. Para 2023, se espera un incremento

de la brecha entre créditos y depósitos en moneda nacional (crecimiento interanual en moneda nacional de 5,8 por ciento para depósitos y de 1,3 por ciento para crédito al sector privado). En tanto, para 2024, la brecha se reduciría ligeramente (8,8 y 4,7 por ciento, respectivamente).

Cuadro 28
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual anual)

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

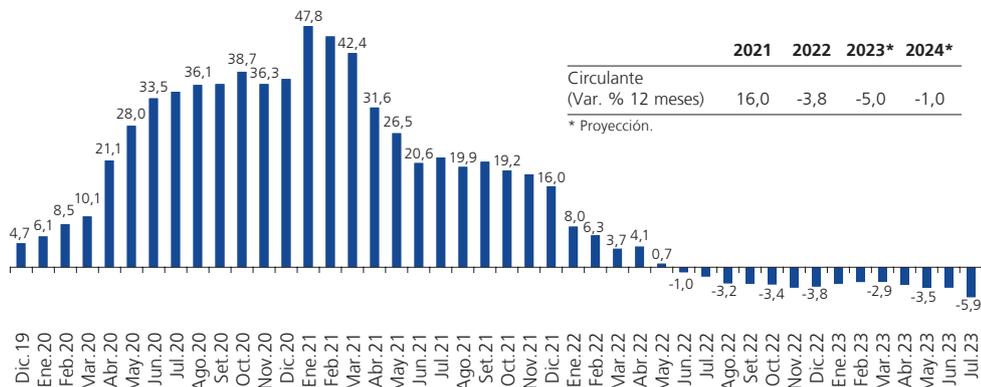
1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2022

*Proyección.

Fuente: BCRP.

75. El circulante se redujo 3,8 por ciento interanual en diciembre de 2022, y 5,9 por ciento en julio de 2023 marcando una leve aceleración en su reducción. Se prevé que el nivel del circulante continúe disminuyendo, revirtiéndose así su crecimiento históricamente alto durante el Estado de Emergencia²⁵, debido a la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, el circulante se acercaría a su tendencia prepandemia con respecto al PBI algo más pronto, pero aún en el mediano plazo, al esperarse un PBI nominal creciente y considerando además las innovaciones recientes en los medios electrónicos de pagos. En particular, se esperan tasas de variación de -5,0 por ciento para 2023 y -1,0 por ciento para 2024.

Gráfico 73
CIRCULANTE
(Variación porcentual 12 meses)



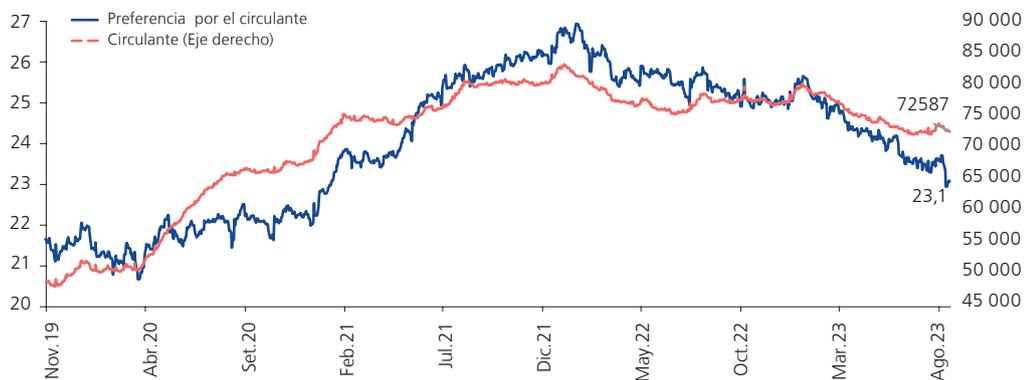
*Proyección.
Fuente: BCRP.

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



76. La preferencia por circulante continuó reduciéndose durante 2022 y hasta el tercer trimestre 2023, tras crecer continuamente entre abril de 2020 y diciembre de 2021, ubicándose en 23,1 por ciento en agosto de 2023.

Gráfico 74
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Fuente: BCRP.

Crédito al sector privado

77. El **crédito al sector privado** se expandió en 0,2 por ciento en términos anuales en julio de 2023 (4,6 por ciento en 2022). Sin considerar los créditos del programa Reactiva Perú, la tasa de crecimiento interanual del crédito ascendió a 5,6 por ciento en julio de 2023 (11,3 por ciento en 2022). Cabe mencionar que el crédito al sector privado viene desacelerándose desde marzo de 2022, y este fenómeno es explicado por: i) el avance de las amortizaciones de los créditos asociados al programa Reactiva Perú, ii) los factores de oferta y demanda agregada que explican el menor nivel de actividad económica; y iii) las tasas de interés más altas como consecuencia de la respuesta de política monetaria para reducir la inflación.
78. El crecimiento del crédito se mantiene dinámico en el segmento de crédito a personas naturales, si bien viene desacelerándose levemente. Este creció 9,9 por ciento en julio de 2023 (15,9 por ciento en 2022). Esta leve desaceleración del crédito a las personas se debe principalmente al menor incremento del crédito de consumo (13,4 por ciento en julio de 2023). Por otro lado, el crédito hipotecario también muestra una desaceleración en los últimos meses, registrando una tasa de crecimiento interanual de 4,9 por ciento en julio de 2023.
79. El crédito a empresas muestra una contracción asociada principalmente a las amortizaciones del programa Reactiva Perú y parcialmente por una caída de su demanda dada la evolución de la actividad económica. En julio de 2023, el crédito a empresas disminuyó 5,4 por ciento, mientras que sin considerar los créditos Reactiva Perú aumentó en 2,9 por ciento (8,4 por ciento en 2022). El segmento que registra mayor caída es el de medianas empresas (-15,6 por ciento); en tanto, el segmento corporativo y grandes empresas muestra una caída de 4,7 por ciento. Al respecto, la heterogeneidad observada en la dinámica de los diferentes segmentos del crédito a empresas se explica por varios factores, entre ellos las condiciones financieras asociadas a cada una de estas clasificaciones.

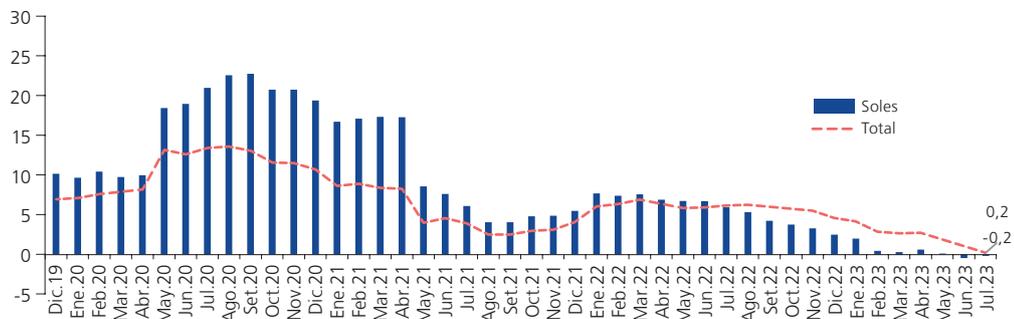
Cuadro 29
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/
 (Tasas de crecimiento anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Jul.23
Crédito a empresas	4,2	19,7	3,6	-1,4	-3,1	-4,4	-5,4
Corporativo y gran empresa	4,3	6,4	8,0	1,2	-2,2	-3,6	-4,7
Medianas empresas	0,3	47,2	0,0	-13,7	-13,1	-14,9	-15,6
Pequeña y microempresa	8,4	24,0	-1,1	7,7	5,7	5,0	3,6
Crédito a personas	11,4	-3,2	4,8	15,9	13,1	10,2	9,9
Consumo	13,3	-7,2	3,1	21,8	17,7	13,7	13,4
Vehiculares	12,0	-2,2	7,3	15,9	18,7	18,4	16,2
Tarjetas de crédito	13,4	-20,3	-41,0	32,6	28,9	20,9	21,4
Resto	13,3	-0,5	21,4	19,8	15,4	12,0	11,5
Hipotecario	8,6	2,9	7,1	8,0	6,7	5,2	4,9
TOTAL	6,9	10,7	4,0	4,6	2,6	1,0	0,2
Memo:							
EMPRESAS SIN REACTIVA	4,2	-7,0	11,5	8,4	6,2	4,7	2,9
TOTAL SIN REACTIVA PERÚ	6,9	-5,5	8,8	11,3	8,9	6,9	5,6

Nota: Los criterios para clasificar los créditos a empresas por segmento de crédito se realiza de acuerdo con la definición de la SBS válida hasta junio de 2023. En julio 2023 mediante Resolución SBS N° 02368-2023 se realiza un cambio en la clasificación de los créditos.
 Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones (idem)
 Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones (Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año).
 Medianas empresas: Ventas anuales entre S/ 5 millones y S/ 20 millones (Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones).
 Pequeñas empresas: Ventas anuales menores a S/ 5 millones y endeudamiento total mayor a S/ 20 mil (Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil).
 Microempresas: Ventas anuales menores a S/ 5 millones y endeudamiento total menor a S/ 20 mil (Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil).
 1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2022.
 Fuente: BCRP.

80. Desde inicios de 2022 se observa una desaceleración del crédito en soles, y un incremento del crédito en dólares principalmente en el sector corporativo que se ha revertido en los últimos meses. A julio de 2023 el crédito en soles se contrajo en 0,2 por ciento, mientras que el denominado en dólares se incrementó en 1,2 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 75
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Tasas de crecimiento anual)



CREDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

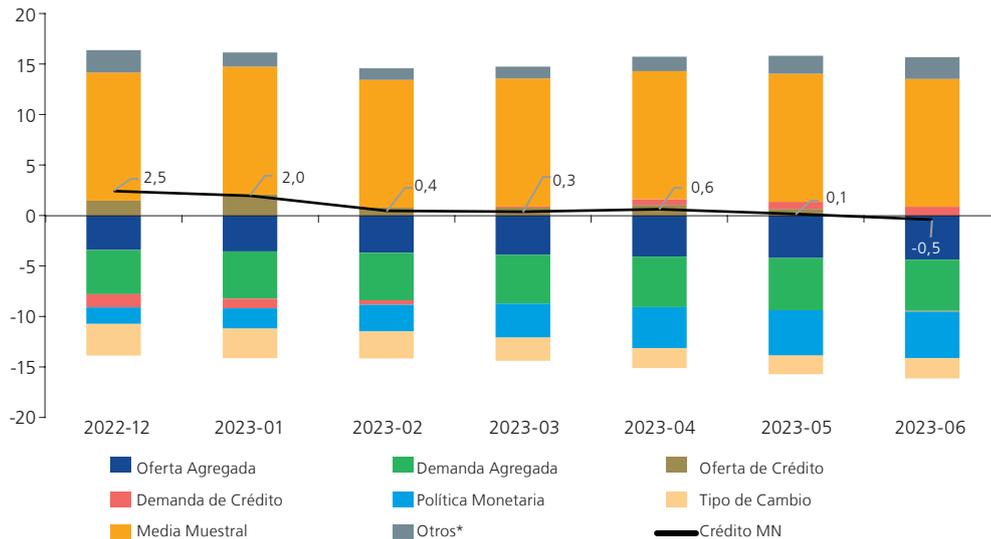
	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Mar.22	Jun.22	Set.22	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Jul.23
Moneda Nacional	10,1	19,4	5,5	7,6	6,7	4,2	2,5	0,3	-0,5	-0,2
Moneda Extranjera	-0,3	-11,0	-0,8	4,6	3,2	12,5	12,1	10,8	5,7	1,2
Total	6,9	10,7	4,0	6,9	5,9	6,1	4,6	2,6	1,0	0,2

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



Al respecto, en el Recuadro 5 del Reporte de Inflación de junio de 2023, titulado “Choques de Oferta y Demanda de Crédito en el Perú”²⁶ se muestra que la desaceleración del crecimiento interanual del crédito al sector privado desde la segunda mitad de 2022 es explicada por factores de demanda y oferta agregada, que están íntimamente relacionados con la evolución de la actividad económica, así como también de demanda y oferta de crédito. El principal componente que explica la menor expansión del crédito es la demanda agregada mientras que el efecto del nivel de la tasa de referencia (requerida para el control de la inflación) una fracción menor al 40 por ciento. A continuación, se muestra una actualización de este ejercicio al cierre del mes de junio de 2023, en donde se observa que continúa dicha tendencia de desaceleración, y que esta es explicada por los factores mencionados anteriormente.

Gráfico 76
DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)



Morosidad

81. El **coeficiente de morosidad** en julio de 2023 se ubicó en 4,22 por ciento, levemente superior al registrado en julio de 2022 (3,86 por ciento). Este resultado estaría explicado por la mayor morosidad de los créditos a empresas, principalmente por el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas y micro y pequeñas empresas. Por su parte, la morosidad de los créditos a personas naturales se incrementó en el mismo periodo, en particular para tarjetas de crédito. El aumento en la morosidad refleja la evolución de la actividad económica y de las condiciones financieras.

26 Ver <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2023/junio/reportes-de-inflacion-junio-2023-recuadro-5.pdf>

Cuadro 30
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Jul.23
Crédito a empresas	3,71	3,73	4,60	5,09	5,15	5,29	5,38
Corporativo y grandes empresas	0,62	1,04	1,08	1,39	1,44	1,11	1,15
Medianas empresas	8,24	6,27	9,49	11,65	11,95	12,89	13,31
Micro y pequeñas empresas	6,29	6,06	6,54	6,37	6,43	6,94	7,06
Crédito a personas	2,85	4,91	2,57	2,54	2,58	2,74	2,86
Consumo	2,81	5,92	2,23	2,51	2,60	2,80	2,99
Tarjetas de crédito	5,33	12,70	6,28	6,58	7,00	7,50	7,69
Vehicular	3,75	5,85	3,72	3,37	3,13	3,14	3,22
Resto	1,46	3,07	1,35	1,57	1,59	1,69	1,89
Hipotecario	2,91	3,51	3,01	2,57	2,56	2,64	2,65
PROMEDIO 1/	3,24	4,00	3,76	3,97	4,01	4,12	4,22

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

Proyección del crédito al sector privado

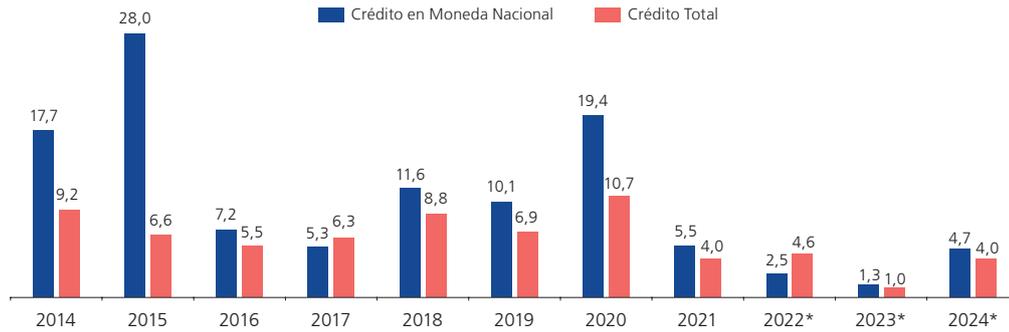
82. En 2023 y 2024 se prevé que el crédito al sector privado crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del coeficiente de crédito respecto al PBI en 2020, que se estabilizaría a niveles previos a la pandemia a partir de 2024. Así, se espera que el ratio de crédito se ubique en 41,4 por ciento del PBI en 2023 (luego de haberse ubicado en 53,1 por ciento en 2020, 45,4 por ciento en 2021, y 44,3 por ciento en 2022).

De igual manera, se prevé un incremento más moderado del crédito en moneda nacional. Con ello, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 1,3 por ciento en 2023; y 4,7 por ciento en 2024, tomando en cuenta la desaparición del efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 1,0 por ciento en 2023 (4,7 por ciento sin el programa Reactiva Perú). Mientras que para 2024 se estima un crecimiento del crédito total de 4,0 por ciento (5,6 por ciento sin Reactiva) Con ello, el ratio de dolarización del crédito se estabilizaría hasta alcanzar un valor de 22,6 por ciento a fines de 2024.

Por otro lado, las tasas de crecimiento de la liquidez total y del circulante serían menores a las del PBI nominal en 2023 y 2024 debido al avance en la normalización de las condiciones financieras, con un crecimiento de la liquidez en moneda nacional cercano al del PBI nominal en 2024. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 47,5 por ciento en 2022 a 44,9 por ciento en 2023 (cercano a su nivel prepandemia), y a 44,3 por ciento en 2024. En tanto, el ratio del PBI correspondiente al circulante de sociedades de depósito se contraería de 8,5 por ciento en 2022 a 7,5 por ciento en 2023, y a 7,0 por ciento en 2024, nivel similar al registrado previo a la pandemia del COVID-19.

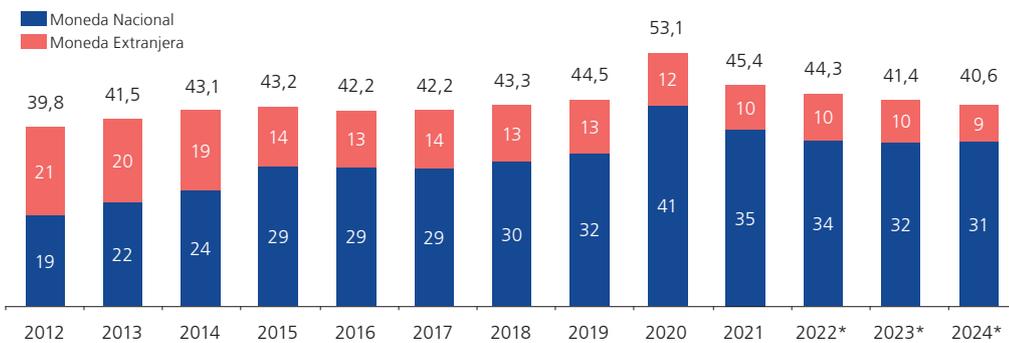


Gráfico 77
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



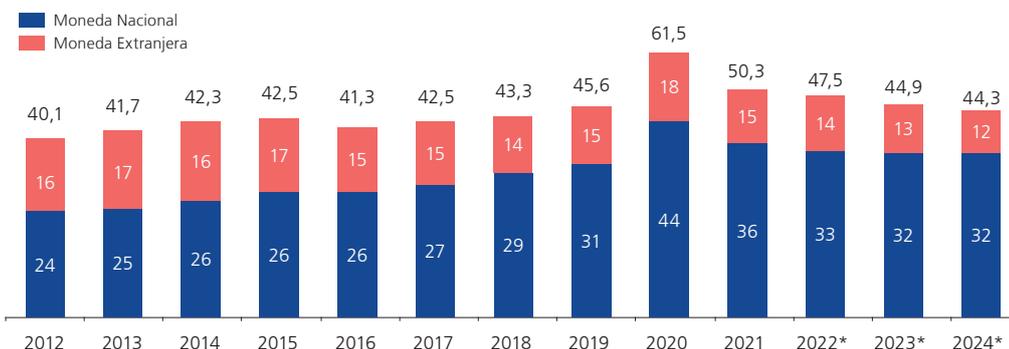
*Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 78
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



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

Gráfico 79
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



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

Recuadro 5
LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA TASA NATURAL
DE INTERÉS EN EL PERÚ

La Tasa Natural de Interés (TNI) es la tasa de interés consistente con la estabilidad macroeconómica. Ésta se define como la tasa de interés real que se observaría con una brecha de producto cerrada y sin fluctuaciones persistentes de inflación. En este escenario, la economía se mantendría en su nivel potencial de producción y con una tasa de inflación en su nivel de equilibrio de largo plazo. De acuerdo con ello, la TNI se puede usar como referencia para medir la posición de la política monetaria. Así, si la tasa de referencia real es menor (mayor) a la TNI, se puede afirmar que la posición de política monetaria es expansiva (contractiva).

La TNI depende de factores estructurales que equilibran el mercado de fondos prestables. En Florián y Carrasco (2019) se documentan los siguientes factores: el crecimiento potencial doméstico y externo, las preferencias de las familias por ahorro, los factores demográficos, el déficit fiscal estructural, la tasa de interés real externa, el riesgo país, entre otros.²⁷ Por ejemplo, una contracción del crecimiento potencial reduce la rentabilidad del capital doméstico, lo que se traduce en una menor TNI. Por otro lado, un incremento del riesgo país, reduce el flujo de entrada de capitales extranjeros, lo cual disminuye la oferta de fondos prestables, y por tanto incrementa la TNI.

A pesar de su relevancia, la TNI es una variable no observable y debe ser inferida con la información disponible. En Borio (2021) se documentan tres enfoques para estimar la TNI.²⁸ El primer enfoque se centra en utilizar las propiedades estadísticas de los datos para obtener una tendencia suavizada en periodos largos. Para el segundo enfoque se formulan sistemas estructurales que insumen información adicional de la teoría económica. Finalmente, el último enfoque utiliza variables que capturan la dinámica de las expectativas de los agentes en los mercados financieros. Hoy por hoy, los dos primeros enfoques son los más populares.

Estimaciones de la tasa de interés natural

Dado que la TNI es función de distintas condiciones estructurales, cambios en estos factores generan incertidumbre sobre su nivel y motivan revisiones históricas sobre estimaciones previas. El siguiente cuadro muestra estimaciones de TNI que algunos bancos centrales han publicado recientemente.

- 27 Florián, David y Carrasco, Alex, 2019. La Tasa de Interés Natural en una pequeña economía abierta y sus determinantes: Aspectos conceptuales, Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, N° 178, páginas 10-14.
- 28 Borio, C. (2021). Navigating by r^* : safe or hazardous? No 982, BIS Working Papers, Bank for International Settlements.



**RECIENTES ESTIMACIONES DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS REAL EN OTRAS ECONOMÍAS**

(Rango de las estimaciones puntuales)

País	Estimado		Fecha de publicación
	Real	Nominal	
Brasil	4,50% - 5,00%		Reporte de inflación – jun 2023
Chile	0,50% - 1,10%		Informe de Política Monetaria – dic 2022.
Colombia	1,12% - 2,00%		Informe sobre inflación – set 2018.
México	1,80% - 3,40%		Informe Trimestral abr – jun 2019.
Perú	1,40% - 1,80%		Reporte de Inflación – set 2019.
Estados Unidos 1/	0,58%		FED New York / Holston, Laubach y Williams (HLW) / 2023 T1.
	1,20%		FED New York / Laubach y Williams (LW) / 2023 T2.
Canada 2/	1,42%	2,00% - 3,00%	FED Richmond / Lubik y Matthes. 2023 T1.
			(Real) FED New York HLW 2023 T1. / (Nominal) Staff Analytical Note - may 2023.
Eurozona 3/	0,91%	1,00% - 2,00%	(Real) FED New York HLW 2023 T1. / (Nominal) Declaraciones del Gobernador del Banco de Francia en Jackson Hole - ago 2022.

Notas:

Para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú el rango corresponde a la dispersión de las estimaciones puntuales a través de diferentes estudios.

1/ Corresponde al promedio del 2023.

2/ La estimación en términos reales corresponde a la estimación de la Fed de New York, utilizando el modelo de HLW. La estimación nominal es un rango reportado por el Banco de Canadá.

3/ La estimación en términos reales corresponde a la estimación de la Fed de New York, utilizando el modelo de HLW. La estimación nominal es un rango declarado por el Gobernador del Banco Central de Francia en la reunión de Jackson Hole en agosto de 2022.

En el caso de Brasil, el Reporte de Inflación de junio de 2023 da cuenta de que la TNI de corto plazo habría disminuido durante la pandemia desde 5,0 por ciento en abril de 2017 a 2,0 por ciento en junio de 2020. No obstante, ésta se habría recuperado en la pospandemia progresivamente a 3,0 por ciento en agosto de 2021, 4,0 por ciento en diciembre de 2021, 4,5 por ciento en diciembre de 2022 y 4,8 por ciento en junio de 2023, con un intervalo entre 4,5 y 5,0 por ciento.

REVISIONES DE LA TNI EN LOS PAÍSES DE LA REGIÓN

País	Prepandemia	Pandemia	Pos Pandemia
Brasil 1/	5% (Abr. 2017)	2% (Jun. 2020)	3% (Ago.2021); 4% (Dic. 2021); 4,5% (Dic. 2022); 4,8% (Jun. 2023)
Chile 2/	0,75% - 1,25% (Jun. 2019)	-	0,25% - 0,75% (Jun. 2021); 0,5% - 1,0% (Dic.2022)
Colombia 1/	1,2% (2019)	1,3% (2020)	1,5% (2021); 2% (2022) ; 2,2% (2023)

Nota:

1/ En paréntesis se muestra la fecha correspondiente para la TNI de la última estimación para su senda. En el caso de Brasil corresponde a la senda publicada en el Reporte de Inflación de Junio 2023, y para Colombia corresponde a lo publicado Informe de Política Monetaria de Julio 2023.

2/ En paréntesis se muestran las fechas del Informe de Política Monetaria en el que se comunica el cambio en la TNI.

En el cuadro anterior se reportan las revisiones a las estimaciones de la TNI elaboradas por el Banco Central de Chile. En junio de 2019 se estimó que la TNI fluctuaba entre 0,75 y 1,25 por ciento, mientras que en junio de 2021 se estimó que la TNI habría descendido 50 pbs. (entre 0,25 y 0,75 por ciento). En la última revisión publicada a finales de 2022 esta tasa se habría incrementado en 25 pbs., oscilando entre 0,5 y 1,0 por ciento.

La última revisión de sus cálculos para la TNI en Colombia se realizó en setiembre de 2018, y se reporta que ésta se ubicó entre 1,12 y 2,0 por ciento. Esta tasa se ha ido ajustando para reflejar los incrementos permanentes de la prima por riesgo. Por ejemplo, en enero de 2022 se incrementó la tasa natural de interés en 20 pbs., mientras que en diciembre del mismo año se incrementó en 20 pbs. adicionales. En general, según el último Informe de Política Monetaria de Julio 2023, la TNI en Colombia se habría incrementado de 1,2 por ciento en 2019 hasta 2,2 por ciento en 2023.

Por otro lado, a la fecha, las últimas estimaciones publicadas de la tasa natural para México y Perú son del periodo de la prepandemia. La pandemia de la COVID-19 ha incrementado notablemente la

incertidumbre agregada lo que dificulta la estimación de variables no observables. El hecho de que algunos bancos centrales no hayan publicado actualizaciones de la TNI desde la pandemia podría deberse a este incremento de incertidumbre.²⁹

Recientes estimaciones para la economía peruana

En estimaciones recientes para Perú elaboradas por el BCRP se tiene que, durante la pandemia, la TNI se habría reducido para luego recuperarse en la postpandemia. Esta dinámica es similar a las reportadas en Brasil y Chile. Se estima que los incrementos recientes de la TNI estarían asociados al incremento observado en la prima por riesgo país.

Para esta revisión de los estimados de la TNI se han considerado distintas metodologías: i) algunas que caracterizan a la TNI como una función lineal de variables explicativas, y ii) otras que utilizan técnicas de series de tiempo de componentes no observados.

Dentro del primer grupo se encuentra el ejercicio de Lahura y Vega (2023).³⁰ En esta estimación los autores adaptan Benati (2023) para el caso peruano y utilizan la información de la velocidad de circulación del componente M1 de la liquidez.³¹ Según esta metodología, se considera que la inflación es estacionaria en países con metas explícitas de inflación, y que la velocidad de circulación de M1 es el componente permanente de las tasas de interés nominales. Así, con regresiones simples se puede estimar una TNI nominal a la que se le extrae la meta de inflación para inferir la TNI real.

El segundo grupo de metodologías incluye estimaciones con vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) y filtros de Kalman. En Pérez (2023) se utiliza un BVAR con tendencias comunes, en el que se asume que la TNI, la inflación y la prima de liquidez sistemáticas siguen un paseo aleatorio común, mientras que el resto de variables del modelo siguen un VAR estacionario.³² Por otro lado, en Ledesma (2023) se utiliza el filtro de Kalman para estimar conjuntamente la TNI y el producto potencial.³³ En este último ejercicio, en línea con Holston y otros (2023) se incorpora una corrección que busca hacer que la estimación sea robusta a la notable variabilidad muestral observada durante la pandemia.³⁴ Asimismo, éste ejercicio incluye dos especificaciones (tasa de política exógena y tasa de política en economía cerrada) como ejercicio de robustez. Finalmente, se estima la TNI con un filtro de Kalman sobre el modelo de proyección trimestral (MPT) descrito en Aguirre y otros (2022).³⁵

En el cuadro a continuación se muestra cómo ha evolucionado el estimado de la TNI, considerando la mediana entre las diferentes metodologías.³⁶ Se observa que luego de una reducción de la TNI, durante

29 Por ejemplo, la reserva federal dejó de actualizar sus estimaciones de TNI desde inicios de la pandemia hasta el 19 de mayo de 2023 (ver <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/research/2023/20230519>).

30 Lahura, Erick y Vega, Marco. (2023). Tasa natural de interés y velocidad de circulación del dinero: Evidencia para Perú. Mimeo.

31 Benati, L. (2023). A new approach to estimating the natural rate of interest. *Journal of Money, Credit and Banking*.

32 Pérez, F. (2023). Estimación de la Tasa Neutral en el Perú: Un enfoque de Tendencias Comunes.

33 Ledesma, A. (2023). Estimación de no observables en el MPT en la postpandemia. Documento de trabajo BCRP. Mimeo.

34 Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. FRB of New York Staff Report, (1063).

35 Aguirre, J., Vidal, J., Castillo, L., Hoyle, D., Ledesma, A., Martínez, J., Vásquez, V. and Vélez, A., 2022. Modelo de proyección trimestral: una actualización hasta 2019 (No. 2022-011). Banco Central de Reserva del Perú.

36 En todos los casos, con excepción de la estimación en Lahura y Vega (2023), se utiliza como datos a la proyección implícita de este reporte de inflación hasta 2024, con ello se reduce el sesgo de final de muestra típico de estas metodologías.





la pandemia, ésta se habría incrementado incluso a niveles mayores a la prepandemia, aunque con una mayor incertidumbre. Esta observación es común a todas las metodologías de estimación de TNI implementadas.

RESUMEN DE ESTIMACIONES DE LA TNI PARA PERÚ

(Mediana de estimados)

Año	TNI nominal	TNI	IC 5%	IC95%
2019	3,4	1,4	-0,3	2,6
2020	3,3	1,3	-0,2	2,6
2021	3,4	1,4	0,1	2,6
2022	3,6	1,6	0,4	2,9
2023	4,1	2,1	0,5	3,3

Nota: TNI Nominal y TNI muestran la mediana de los valores medios estimados por Lahura y Vega (2023), MPT con filtro de Kalman, Pérez (2023) y Ledesma (2023) que incluye UCUR extendido (tasa exógena) y UCUR extendido (economía cerrada). Los IC5% y IC95% son el mínimo y máximo, respectivamente, de los reportados entre las diferentes metodologías.

Conclusiones

La TNI es una variable de importancia para las decisiones de política monetaria; sin embargo, al depender de factores estructurales de largo plazo sus estimaciones siempre estarán sujetas a incertidumbre. De acuerdo con ello, el BCRP revisa los estimados de la TNI constantemente y emplea diversas metodologías para su estimación. Las recientes estimaciones muestran que la TNI en el Perú se habría incrementado, luego de su reducción durante la pandemia. De hecho, se estima que la TNI habría superado los valores medios de la prepandemia.

La mayor TNI estaría asociada principalmente al incremento de la incertidumbre agregada materializada en el incremento de varias primas de riesgo, en particular del riesgo país.

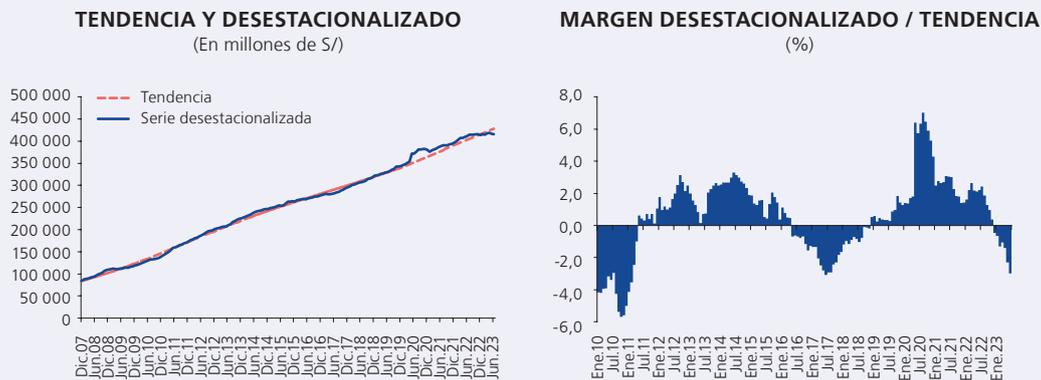
Teniendo en cuenta esto, se revisa al alza el estimado de la TNI real a 2,0 por ciento, en comparación con el 1,5 por ciento de la estimación anterior publicada en el Reporte de Inflación de setiembre de 2019.

Recuadro 6
MEDICIÓN DEL CICLO CREDITICIO DESPUÉS DE LA PANDEMIA DEL COVID-19

En este Recuadro se presentan dos metodologías para medir el ciclo del crédito: en términos nominales o en niveles, para tener una idea de la expansión o contracción crediticia en la economía; y como ratio del PBI nominal para contextualizar dicha expansión o contracción del crédito en términos de profundidad financiera.

Ambos enfoques son válidos para medir el ciclo financiero incluso en un contexto de alta incertidumbre como el actual. Jokipii et. al. (2020)³⁷ demuestran en un documento del Banco Nacional Suizo que no hay evidencia significativa para desestimar el uso del ratio crédito a PBI nominal en dicho objetivo, no obstante, se debe ser cauteloso al interpretar esa señal, especialmente en periodos de mayor volatilidad del PBI, como fue el caso de la pandemia, con lo cual este indicador deberá ser complementado con otros adicionales.

Para el cálculo de estos indicadores, en primer lugar, estimamos el ciclo del crédito utilizando la serie de crédito nominal desestacionalizado. La siguiente figura muestra la serie del crédito desestacionalizado³⁸ realizado con el programa Tramo-Seats³⁹, su tendencia⁴⁰ y el margen relativo. Bajo esta metodología, se obtiene un ciclo expansivo a partir del inicio de la pandemia, observándose una desaceleración desde junio de 2022.

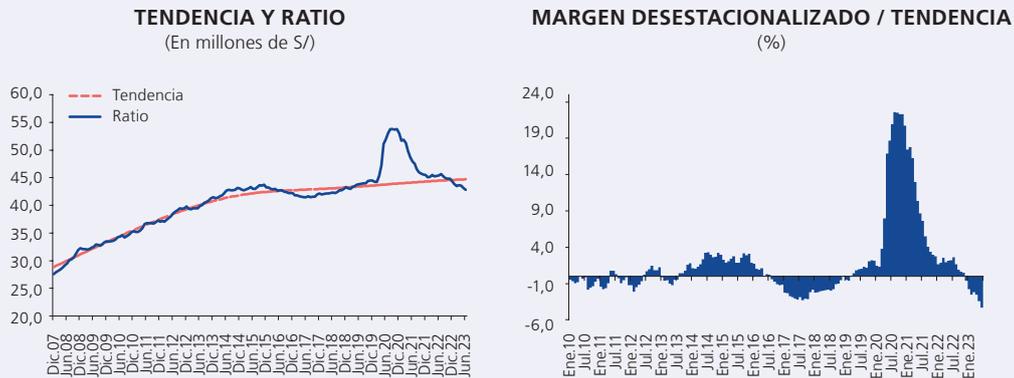


Por su parte, la estimación del ciclo del crédito como porcentaje del PBI se muestra en la siguiente figura⁴¹. Drehmann et al. (2012)⁴² identifican los ciclos financieros utilizando el ratio del crédito sobre el PBI. Por su parte, Drehmann y Borio (2014), utilizando un panel de datos, encuentran que este coeficiente es el mejor indicador individual para prevenir la ocurrencia de crisis financieras en un horizonte de 2 a 5 años.

37 Jokipii, T, R Nyffeler and S Riederer (2020). The BIS credit-to-GDP gap and its critiques. SNB Working Paper, 20-19.
 38 Abeln et al (2022) y Bógalo (2022) encuentran que las metodologías para desestacionalizar las series requieren ajustes para la detección de outliers al incluir el periodo de la pandemia.
 39 Gómez, V., & Maravall, A. (1996). Programs TRAMO and SEATS. Instructions for the User (with some updates). Working Paper 9628, Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid.
 40 La tendencia se estima con el filtro HP usando información a diciembre de 2019, con un parámetro de suavizamiento de 129600 como sugerido en Ravn y Uhlig (2002). Luego de ello, se proyecta la tendencia de manera lineal. El crédito en dólares se valúa al tipo de cambio constante de diciembre de 2022 (S/ 3,81 por dólar).
 41 La tendencia se estima con información a diciembre de 2019. A partir de entonces se proyecta la tendencia con un modelo autorregresivo de primer orden de la tendencia en primeras diferencias.
 42 Drehmann, M., C. Borio y K. Tsarionis (2012). Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term! BIS Working Paper No. 380.



Bajo esta metodología, se observa un ciclo expansivo más importante y también más corto del crédito después de la pandemia. Ello debido a (i) el impacto de la pandemia en el PBI, que experimentó una fuerte reducción en los primeros trimestres de la pandemia para luego empezar a recuperar con la reanudación progresiva de las actividades económicas, y (ii) a las medidas orientadas a mantener la oferta del crédito en el sistema financiero, como por ejemplo Reactiva Perú. A partir de noviembre de 2022, el crédito como porcentaje del PBI se encontraría por debajo de su tendencia.



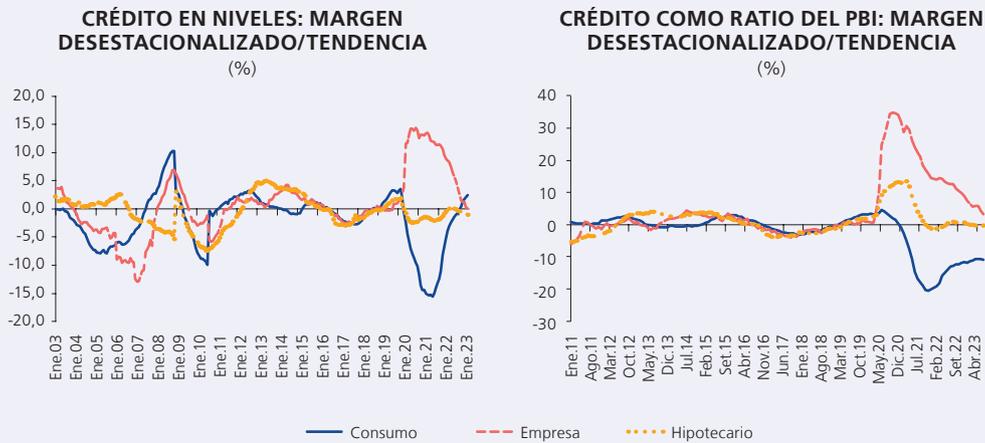
Los ciclos financieros pueden diferir significativamente del ciclo económico. Borio (2014)⁴³ encuentra que los ciclos financieros tienen una frecuencia menor que los ciclos económicos y sus picos están asociados en varios casos a crisis financieras. Por tanto, el ciclo financiero medido como porcentaje del PBI podría estar capturando una mayor parte del ciclo económico durante el periodo de la pandemia en donde estos efectos se vieron amplificados. En esta línea, Pérez y Vilchez (2018)⁴⁴ muestran mediante diversas metodologías que el ciclo financiero de Perú estimado como ratio del PBI tiene una mayor relación con la evolución de precios de activos que con el ciclo económico.

La evolución reciente del ciclo del crédito de empresas, hipotecario y consumo muestra importantes diferencias. El crédito a empresas subió durante la pandemia impulsado por los programas de apoyo del crédito, principalmente Reactiva Perú. Este segmento del crédito se movió de forma contracíclica, amortiguando los efectos contractivos de la pandemia. Con las amortizaciones de créditos de estos programas la brecha se está cerrando. Por el contrario, durante la pandemia hubo una contracción del crédito de consumo explicada principalmente por la limpieza de la cartera y la cartera castigada de la banca; el menor consumo, y un menor margen intensivo, que recientemente se ha estado recuperando. En el crédito hipotecario, al inicio de la pandemia hubo una desaceleración del crédito nominal en niveles, pero como porcentaje del PBI se observa un aumento debido a la caída del PBI, pero luego se ha mantenido creciendo a tasas relativamente estables, lo que muestra que en términos de brecha estaría prácticamente cerrado.

En el siguiente gráfico, por segmentos de crédito se observa en ambas medidas del ciclo de crédito, una mayor volatilidad durante el periodo de la pandemia con un marcado ciclo expansivo en el crédito a empresas y un ciclo contractivo del crédito de consumo.

43 Borio, Claudio (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45(C), pp 182-198.

44 Pérez, Fernando & Vilchez, Diego, 2018. "Ciclos financieros en el Perú" *Revista Moneda*, Banco Central de Reserva del Perú, issue 176, pages 4-9.



Para concluir, los ciclos estimados como porcentaje del PBI y en niveles nos dan información consistente con una interpretación común del estado del ciclo durante los periodos analizados previos a la pandemia. No obstante, después de la pandemia se observa un aumento injustificado en la correlación de los ciclos y una pronunciada divergencia entre ambas medidas de ciclo del crédito a partir de diciembre de 2022. Esto es consistente con la literatura, Galán (2019)⁴⁵, sobre el comportamiento de estas medidas del ciclo durante periodos de grandes movimientos del PBI en donde cabe esperar señales contradictorias durante y después de este periodo.

45 Galán, J. (2019), "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited", Banco de España Occasional Paper, (1906).



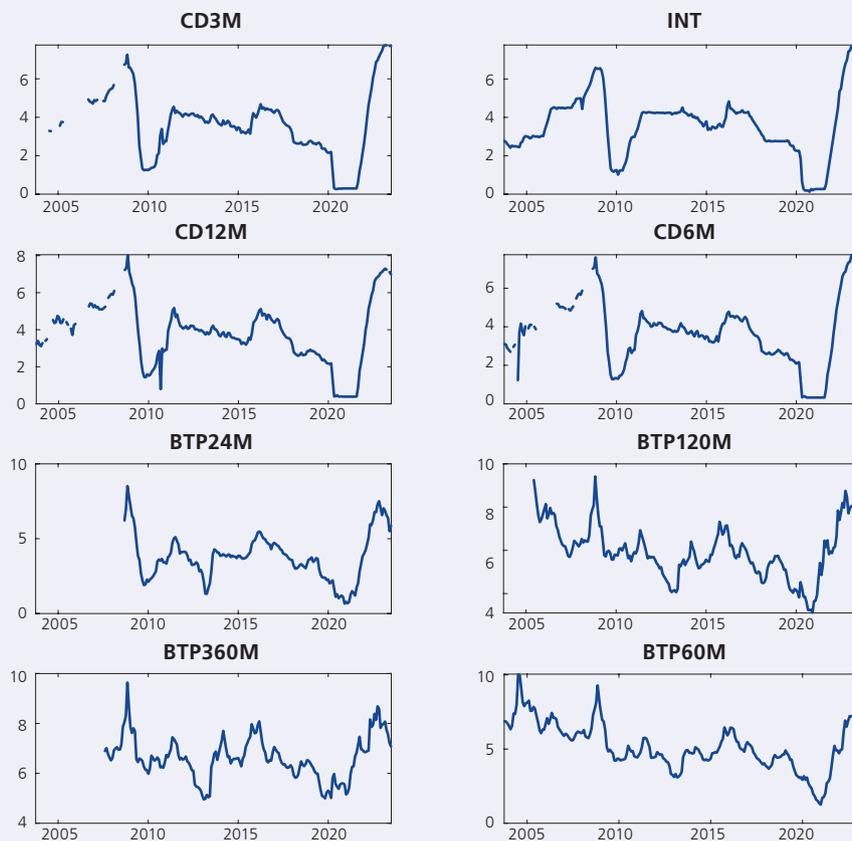
Recuadro 7**EFFECTOS DINÁMICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LA CURVA DE RENDIMIENTO⁴⁶**

La curva de rendimiento de valores públicos es una referencia de las expectativas del mercado sobre la evolución de la economía agregada, en especial las relacionadas con la tasa de interés y la inflación, así como también de la actividad económica. Básicamente refleja el costo de financiamiento en distintos plazos, que puede asociarse también a condiciones financieras. Al ser la curva de rendimiento un elemento agregador de información (señales públicas y privadas), es de esperar que dicha curva fluctúe en función a las acciones de política monetaria, medidas a través de los cambios en la tasa de interés de referencia y su comunicación. No obstante, la curva de rendimiento también podría fluctuar por otras fuerzas fuera de la política monetaria, tanto domésticas como externas.

En el caso particular del Perú, el tramo corto de dicha curva es el de los Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP), que cubre los plazos menores o iguales a 2 años, y el tramo largo corresponde a los bonos soberanos del Tesoro Público, principalmente con plazos mayores a los de los CDBCRP. En la siguiente figura se muestra la evolución de los rendimientos para plazos seleccionados, desde 3 meses hasta 30 años ya que estos suelen ser los más representativos.

PERÚ: CURVA DE RENDIMIENTO Y TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA (2003-2023)*

(En porcentajes)

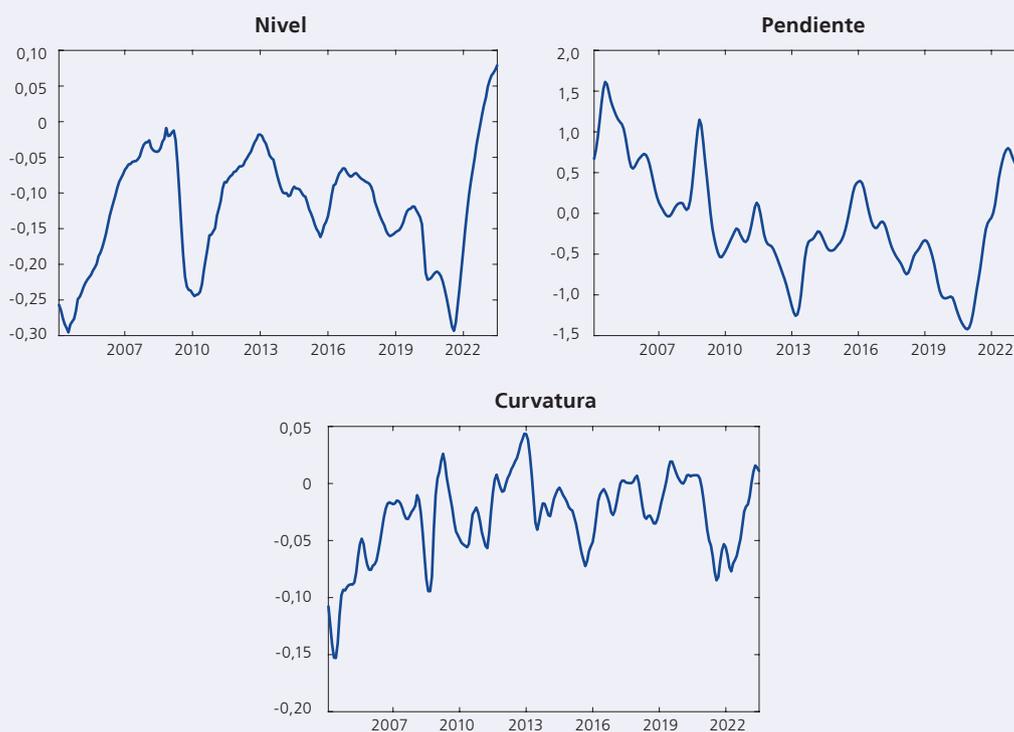


*Plazos en meses (M): Datos de setiembre 2003 a junio de 2023. CD corresponde la Certificados de Depósito del BCRP y BTP a los bonos soberanos del Tesoro Público.

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

En línea con la literatura empírica financiera, en este recuadro se estiman los factores representativos de la curva de rendimiento (nivel, pendiente y curvatura), y se estudia la dinámica de estos posterior a un choque de política monetaria, donde los principales factores son los de nivel y pendiente. Para ello se especifica y estima un modelo de curva de rendimiento *Affine* (ATSM, por sus siglas en inglés⁴⁷) y con ello se obtienen los factores mencionados⁴⁸. La ventaja de la metodología utilizada radica en que permite la estimación incluso si no se encuentran todas las observaciones disponibles, tal como se muestra en la figura anterior.

PERÚ: FACTORES DE LA CURVA DE RENDIMIENTO (2003-2023)*



*Periodo comprendido entre setiembre de 2003 y junio de 2023. Los factores estimados son índices normalizados que en promedio son cero. Por ello, las escalas y unidades son referenciales y no representan porcentajes o variaciones.

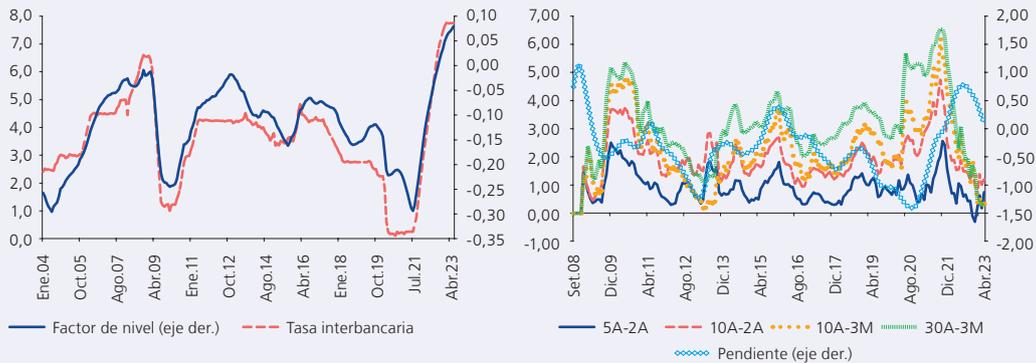
Los factores obtenidos capturan el comportamiento de la curva de rendimiento. Por ejemplo, el factor de nivel está muy correlacionado con la evolución de la tasa interés interbancaria de plazo *overnight*, y el factor de pendiente muestra también una elevada correlación con indicadores proxy usuales, tales como la diferencia entre el rendimiento a 10 años y el de 3 meses, etc.

47 Piazzesi, M. (2010). Ch. 12 - Affine term structure models. En Y. Ait-Sahalia y L. P. Hansen (eds.), *Handbook of Financial Econometrics: Tools and Techniques*, Handbooks in Finance, vol. 1, San Diego: North-Holland, pp. 691-766.

48 En este recuadro se utiliza una versión del modelo Affine Term Structure (ATSM) en tiempo discreto, que puede ser expresado a través de un sistema de espacio de estados. Con ello, la estimación de parámetros y la obtención de los factores finales puede realizarse a través de métodos bayesianos estándares en la literatura: i) Evaluación de la función de verosimilitud a través del filtro de Kalman, ii) Maximización y simulación de la distribución a posteriori de los parámetros a través de una versión del algoritmo Metrópolis-Hastings, iii) Cálculo de los factores de la curva de rendimiento a través del filtro de Kalman suavizado y los parámetros estimados.

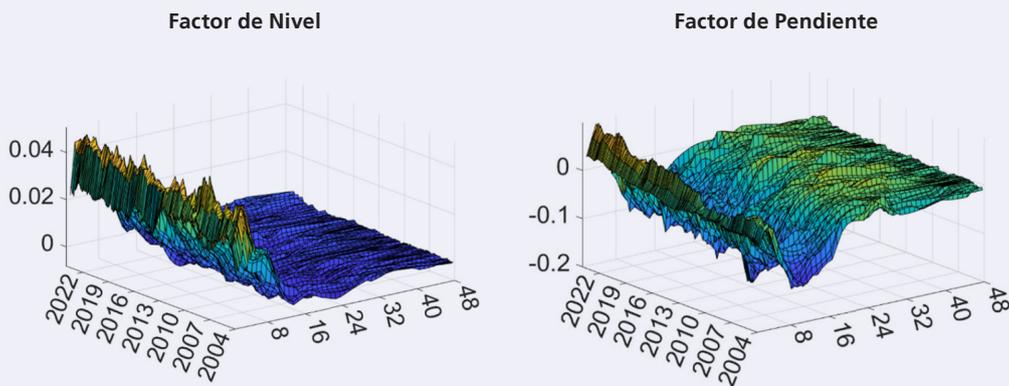


FACTORES DE NIVEL Y PENDIENTE Y DATOS DE CURVA DE RENDIMIENTO



Posteriormente, utilizando la información de estos factores y de un conjunto de variables macroeconómicas relevantes para la economía peruana, se estima un modelo de Vectores Autorregresivos con parámetros cambiantes y volatilidad estocástica (TVP-VAR-SV)⁴⁹, para luego obtener las funciones de impulso respuesta de un choque de política monetaria a través del tiempo. Las variables utilizadas para el periodo 2003-2023 aparte de los tres factores estimados son: i) Términos de Intercambio, ii) Inflación, iii) Expectativas de Inflación, iv) Crecimiento del PBI, v) Tasa de Interés Interbancaria, vi) Liquidez en soles, vii) Tipo de cambio. Todas las variables son introducidas al modelo en variaciones interanuales a excepción de la tasa de interés y los factores de la curva previamente obtenidos, y los choques de política monetaria son identificados a través de restricciones de ceros y signos. Básicamente, se asume que una elevación de la tasa de interés produce una desaceleración de la liquidez y una apreciación del sol frente al dólar. Asimismo, el PBI, la inflación y sus expectativas no reaccionan contemporáneamente al choque de política monetaria, sino que esto sucedería en los meses siguientes.⁵⁰

**RESPUESTAS DE LOS FACTORES ANTE UN CHOQUE DE POLÍTICA MONETARIA
TIEMPO EN MESES: SET-2003-JUN-2023**



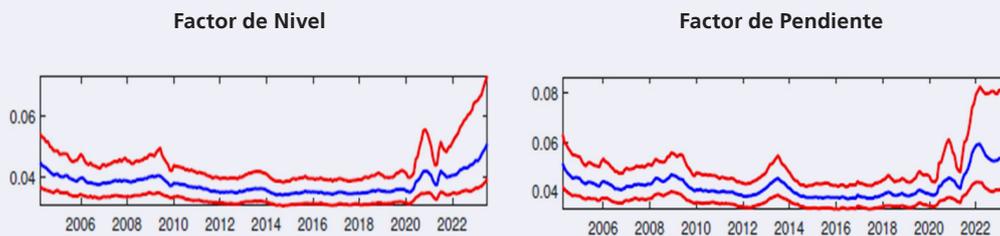
49 El modelo utiliza la versión de Canova y Pérez Forero (2015): "Estimating overidentified, nonrecursive, time-varying coefficients structural vector autoregressions", *Quantitative Economics*, 6 (2), pp. 359-384", que permite combinar restricciones de ceros y signos. Ver también versiones anteriores de este modelo en Cogley y Sargent (2005): *Drifts and volatilities: "Monetary policies and outcomes in the post WWII u.s."* *Review of Economic Dynamics*, 8 (2), pp. 262-302 y Primiceri (2005): "Time varying structural vector autoregressions and monetary policy." *Review of Economic Studies*, 72, pp.821-852.

50 Un ejercicio similar es implementado para el caso de la economía estadounidense por Mumtaz y Surico (2009): *Time-Varying Yield Curve Dynamics and Monetary Policy. Journal of Applied Econometrics*, 24 (6), pp. 895-913.

A continuación, describimos los efectos dinámicos del choque de política monetaria sobre los principales factores de la curva de rendimiento. En primer lugar, un choque contractivo de política monetaria eleva el nivel de la curva de rendimiento, y dicho impacto tiene una amplificación en los primeros 3 meses, para luego desvanecerse durante el primer año. Asimismo, este mecanismo luce estable a lo largo de toda la muestra de análisis (2003-2023). En segundo lugar, dicho choque produce un empinamiento de la curva de rendimiento a través de la elevación del factor de pendiente, el cual es amplificado en los primeros dos meses, para luego desvanecerse rápidamente e incluso dicho efecto tornarse negativo durante el primer año, sugiriendo con ello un impacto acumulado asociado a un aplanamiento de la curva, siendo este mecanismo de propagación también estable a lo largo de la muestra.

Adicionalmente, algo que se puede notar para los principales factores de la curva es el incremento en la volatilidad según el modelo estimado, en especial a partir de 2020. Lo anterior se aprecia en la siguiente figura, y recoge en parte la mayor incertidumbre macroeconómica que se observa en los últimos años. Ello se refleja en el incremento significativo de estas varianzas, y que también puede asociarse a un aumento de la prima por riesgo dada esta mayor incertidumbre.

EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD DE LOS FACTORES DE LA CURVA DE RENDIMIENTO



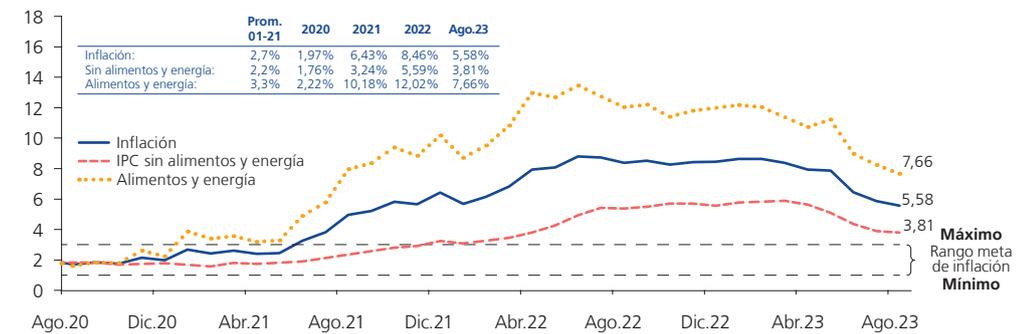
A manera de conclusión, las fluctuaciones en la curva de rendimiento pueden explicarse en parte por las acciones de política monetaria, en tanto que los movimientos de la tasa de interés de referencia afectan a los factores estimados a partir de un modelo de no arbitraje, siendo dichos efectos dinámicos significativos y persistentes al menos por un año, lo que refleja también la credibilidad del BCRP. Vale la pena destacar que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es estable para el periodo de análisis (2003-2023) incluso en el periodo de la pandemia del COVID-19, y que produce los efectos dinámicos esperados en condiciones normales y en línea con la comunicación del BCRP. Sin embargo, se debe destacar también la mayor volatilidad en la curva de rendimiento registrada en los últimos años, y ello está explicado por la mayor incertidumbre macroeconómica y financiera registrada desde la pandemia del COVID-19, donde esta puede venir tanto por factores globales como domésticos.

VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

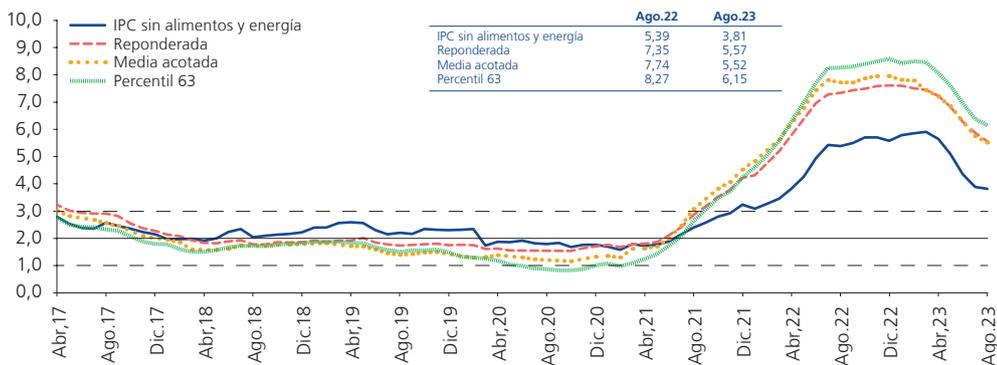
83. La **inflación** interanual continuó disminuyendo, pasando de 7,89 por ciento en mayo a 5,58 por ciento en agosto de 2023. Entre los rubros que determinaron dicha reducción se encuentran alimentos como carne de pollo, pescado fresco y papa, además de electricidad. Asimismo, contribuyó la menor inflación sin alimentos y energía, la cual disminuyó de 5,11 a 3,81 por ciento en el mismo periodo. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación también se ubicaron por encima del rango meta, aunque vienen mostrando una tendencia decreciente en lo que va del año.

Gráfico 80
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: BCRP.

Gráfico 81
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



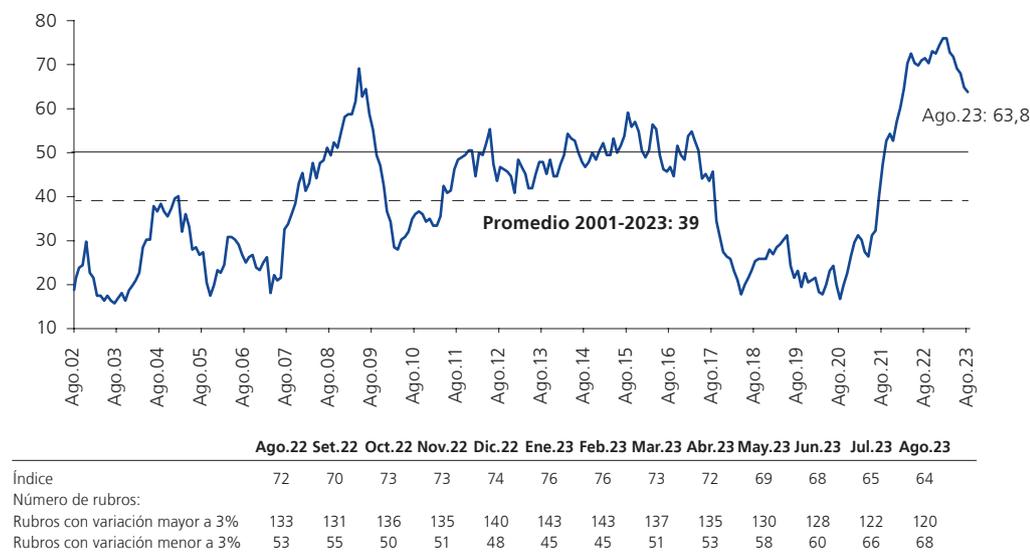
Nota:

- IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- 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.
- Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.

Fuente: BCRP.

84. De 188 rubros en el Índice de Precios del Consumidor, el 64 por ciento registró una variación interanual mayor al 3 por ciento. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero y ha venido disminuyendo a partir de marzo.

Gráfico 82
PORCENTAJE DE RUBROS DEL IPC CON VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS MAYOR A 3%



Fuente: BCRP.

85. Los rubros más ligados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y a los contratos vinculados al Índice de Precios al por Mayor (IPM) contribuyeron con 0,06 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y agosto (3,30 por ciento). Como referencia, en diciembre de 2020, estos mismos rubros contribuyeron con 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual (2,0 por ciento), mientras que en 2021 contribuyeron con 3,6 puntos porcentuales a la inflación anual (6,4 por ciento) y en 2022 con 2,1 puntos porcentuales a la inflación anual (8,46 por ciento).

Cuadro 31
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso Base 2009	Var.% 12 m. Dic.21	Contr. Pond.	Peso Base Dic.21	Var.% 12 m. Dic.22	Contr. Pond.	Var.% Acum. Ene.-Ago.23	Contr. Pond.
IPC	100,00	6,43	6,43	100,00	8,46	8,46	3,30	3,30
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,06	4,25	0,54	14,58	5,19	0,76	1,17	0,16
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,83	28,52	2,51	7,99	11,40	0,91	2,27	0,19
Vinculados a <i>commodities</i> de alimentos	7,03	21,32	1,35	5,84	15,21	0,89	4,88	0,30
Combustibles	2,79	47,20	1,15	2,15	1,05	0,02	-5,83	-0,12
Rubros relacionados al IPM	1,64	11,57	0,22	1,37	7,90	0,11	1,32	0,02
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95	9,50	0,35	2,62	11,46	0,30	-11,63	-0,31
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,47	13,31	3,63	26,56	7,82	2,08	(0,21)	0,06
Resto	71,54	3,86	2,81	73,44	8,69	6,38	(4,41)	3,25

Fuente: BCRP.





86. En cuanto a la evolución de la inflación en 2023, entre enero y agosto, el nivel general de precios aumentó 3,30 por ciento. Este resultado se explica principalmente por el incremento de los precios del grupo alimentos y bebidas (6,2 por ciento), que contribuyó con 2,56 puntos porcentuales a la inflación del periodo. Ello en parte fue contrarrestado con la disminución de 9,2 por ciento en los precios de los combustibles y de la electricidad (-0,43 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 32
INFLACIÓN
(Variación porcentual interanual)

	Peso	Dic.20	Dic.21	Dic.22	2023	
					Ago.23-Dic.22*	Ago.23/Ago.22
IPC	100,0	1,97	6,43	8,46	3,30	5,58
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	1,76	3,24	5,59	2,17	3,81
a. Bienes	17,4	1,5	2,6	5,3	2,2	3,9
b. Servicios	37,9	1,9	3,6	5,7	2,2	3,8
Educación	8,6	2,0	1,6	3,9	6,4	6,6
Salud	1,5	1,2	2,8	7,3	2,6	4,2
Transporte	9,1	2,5	3,7	12,3	0,4	4,3
Otros	18,7	1,6	1,7	3,2	1,1	2,2
2. Alimentos y energía	44,7	2,22	10,18	12,02	4,62	7,66
a. Alimentos y bebidas	40,0	2,2	8,0	12,6	6,2	9,7
Alimentos dentro del hogar	24,5	2,9	9,8	14,5	6,8	10,6
Comidas fuera del hogar	15,5	1,0	4,5	9,7	5,2	8,1
b. Combustibles y electricidad	4,8	2,1	24,4	6,8	-9,2	-9,6
Combustibles	2,1	-4,2	47,2	1,0	-5,8	-12,9
Electricidad	2,6	6,7	9,5	11,5	-11,6	-6,8

* Variación porcentual acumulada.
Fuente: BCRP.

87. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el período enero-agosto fueron comidas fuera del hogar, hortalizas de raíz o bulbo, otras frutas frescas, huevos y cítricos (1,94 puntos porcentuales a la inflación). Los rubros con mayor contribución negativa fueron papa, electricidad, gas doméstico, palta y combustibles para vehículos (-0,96 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 33
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2023

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	5,2	0,81	Papa	0,7	-37,8	-0,48
Hortalizas de raíz o bulbo	0,5	100,8	0,51	Electricidad	2,6	-11,6	-0,31
Otras frutas frescas	0,6	39,9	0,25	Gas doméstico	0,8	-8,2	-0,06
Huevos	0,7	21,5	0,21	Palta	0,2	-20,8	-0,05
Cítricos	0,6	21,7	0,16	Combustibles para vehículos	1,1	-4,8	-0,05
Educación superior	4,3	3,8	0,16	Transporte aéreo internacional	0,5	-6,7	-0,04
Educación primaria	1,6	10,4	0,15	Pescado fresco marítimo	0,7	-5,5	-0,04
Productos para el cuidado personal	4,0	3,6	0,14	Transporte terrestre nacional	0,3	-12,8	-0,03
Educación secundaria	1,3	10,7	0,13	Aceite vegetal	0,4	-6,5	-0,03
Transporte local	8,1	1,3	0,11	Alquileres	4,5	-0,5	-0,02
Total			2,63	Total			-1,11

Fuente: BCRP.

Alimentos

El aumento del precio de los alimentos ha sido más persistente debido a las anomalías climáticas registradas a lo largo del año. Los precios de las comidas fuera del hogar aumentaron 5,2 por ciento en el período enero-agosto ante el mayor precio de los insumos alimenticios. No obstante, la variación interanual de este rubro fue menor al de las comidas dentro del hogar (8,1 y 10,6 por ciento respectivamente).

El rubro de hortalizas de raíz o bulbo subió 100,8 por ciento, reflejando principalmente el incremento del precio de la cebolla (175,6 por ciento), hortaliza de bulbo, por un menor abastecimiento proveniente de Camaná (Arequipa); por menores rendimientos, ante la menor aplicación de fertilizantes en las dos últimas campañas agrícolas, así como por menores siembras, debido a la sustitución por otros cultivos más rentables ante los bajos precios en la campaña anterior.

El rubro "otras frutas frescas" (39,9 por ciento) presentó las mayores alzas de precios en febrero y marzo. El abastecimiento de cultivos como la fresa, que procede de los valles de la región Lima, disminuyó en esos meses por las lluvias que arrasaron las cosechas en marzo. El mango fue otro producto afectado por las alteraciones climáticas; las inundaciones de las plantaciones en Piura debido a las lluvias y desbordes de los ríos, dificultó las cosechas.

El precio de los huevos (21,5 por ciento) registró las mayores alzas en los meses de febrero a abril. El aumento de la temperatura incrementó la perecibilidad del producto y los costos de comercialización, a lo que se sumó el impacto de la gripe aviar en las aves. Asimismo, los costos de producción aumentaron ante la menor disponibilidad y encarecimiento de la torta de soya, insumo alimenticio de las aves.

El rubro de los cítricos subió 21,7 por ciento, ante el mayor precio del limón (62,3 por ciento). La producción de este cítrico en la costa norte estuvo afectada por las lluvias e inundaciones ocurridas en marzo y abril, que alteraron el proceso de floración y dieron lugar a enfermedades fungosas. En contraste disminuyeron los precios de la mandarina (-5,9 por ciento) y del maracuyá (-21,4 por ciento) ante el mayor abastecimiento estacional procedente de los valles de Lima.

El precio de la papa registró sucesivas disminuciones a lo largo del período acumulando una variación negativa de -37,8 por ciento. Las lluvias en febrero y marzo llevaron a acelerar las cosechas en la sierra central, principalmente en Junín. Si bien las siembras en la presente campaña decrecieron en esa región, las menores anomalías en la temperatura a partir de abril contribuyeron a aumentar las cosechas, registrándose también mayores envíos desde Ayacucho y Arequipa. Sin embargo, esta situación se revirtió en agosto registrando el precio un incremento de 5,4 por ciento en lo que influyó el término de la campaña grande en la sierra central.

Servicios

La educación primaria subió 10,4 por ciento por el incremento en las matrículas correspondientes al inicio del año lectivo, y el incremento de las pensiones ante el retorno de las clases presenciales diarias. En el 2022 las clases presenciales se realizaron solo en algunos días de la semana, y se complementaron con clases virtuales. De manera similar, los rubros de educación secundaria y superior también subieron 10,7 y 3,8 por ciento, respectivamente.

Energía

Las tarifas de electricidad disminuyeron 11,6 por ciento, registrándose sucesivas rebajas, principalmente en los meses de febrero, mayo y agosto.

El reajuste en febrero respondió a la reducción de la prima por recursos energéticos renovables (RER) tras el aumento del precio *spot*, al ajuste trimestral del precio a nivel de generación



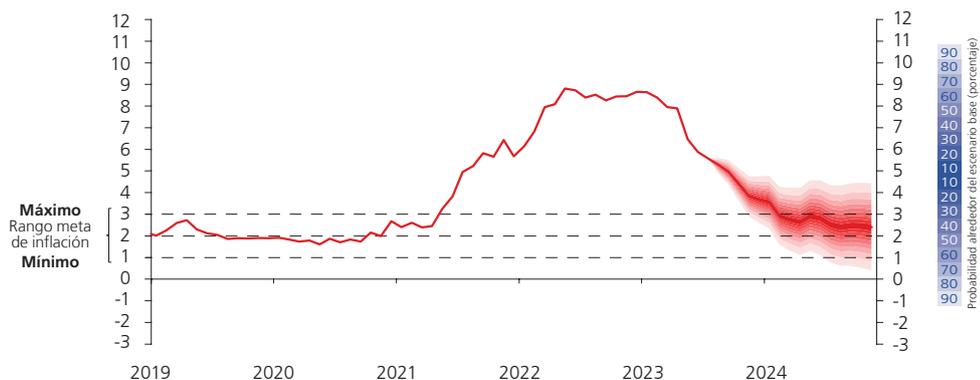
y de los recargos cobrados en el componente de transmisión principal, así como al menor recargo por concepto del Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE). En mayo influyó el impacto del menor tipo de cambio y la aplicación de los mecanismos de compensación de las diferencias entre el precio a nivel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

Los precios del gas doméstico disminuyeron 8,2 por ciento ante los reajustes de la banda de precios a lo largo del período, parcialmente compensada por el aumento del margen de envasado, comercialización y distribución.

Proyecciones

88. El BCRP diseña e implementa sus acciones de política monetaria en respuesta a la proyección de inflación y a sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio) y las presiones inflacionarias tanto de demanda como de oferta. Asimismo, parte del proceso de elaboración de proyecciones de inflación contempla la cuantificación de la incertidumbre a través de distintas herramientas y modelos y, posteriormente, la especificación de escenarios de riesgo junto con sus probabilidades de ocurrencia. A continuación, se presenta el escenario base de proyección y el balance de riesgos que podrían ocasionar una eventual desviación respecto a dicho escenario.

Gráfico 83
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2023-2024
(Variación porcentual últimos doce meses)



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

Se espera una tasa de inflación de 3,8 por ciento a fines de 2023, lo cual implica una revisión al alza respecto a lo esperado en el Reporte de junio (3,3 por ciento). Esta revisión se debe a los eventos climáticos adversos que afectan los precios de los alimentos de forma transitoria. Respecto a la inflación tendencial, medida por la variación interanual de los precios sin alimentos y energía, se estima que retornaría al rango meta hacia fines del presente año. De

esta forma, la inflación se reducirá en el horizonte de proyección, retornará al rango meta en los primeros meses de 2024 y cerrará ese año en 2,4 por ciento.

Gráfico 84
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA (SAE): 2023-2024
(Variación porcentual últimos doce meses)

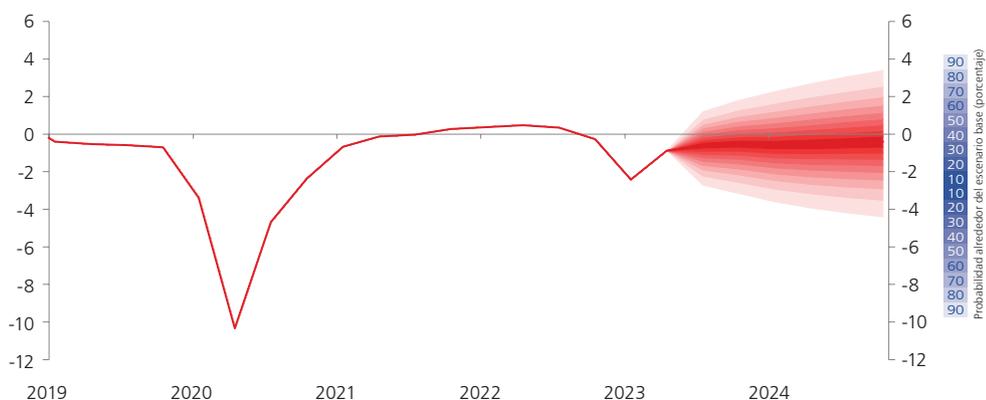


Nota: Este fan chart presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación sin alimentos y energía (SAE) a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación.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

Además de la reversión de los efectos de los eventos climáticos, esta proyección asume que los efectos de los factores transitorios como el tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y de granos se disipen, en un contexto en el cual la actividad económica se va acercando a su nivel potencial, y las expectativas de inflación muestran una tendencia decreciente hacia el rango meta.

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

Gráfico 85
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2023-2024
(Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)

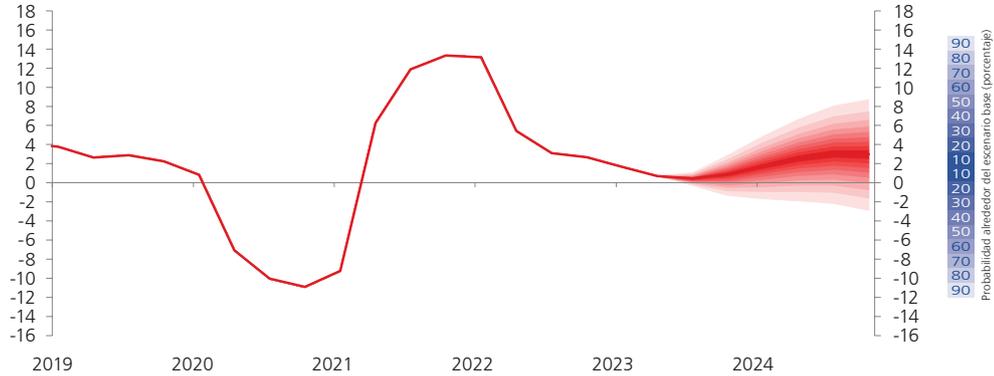


Nota: Este fan chart presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la brecha del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas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



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

Gráfico 86
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2023-2024
 (Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)



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

91. Las expectativas de inflación, calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 4,0 y 5,0 por ciento para 2023 (entre 4,9 por ciento y 6,0 por ciento en el Reporte de Inflación de junio 2023), y entre 2,95 y 4,0 por ciento para 2024 (entre 3,0 por ciento y 4,0 por ciento en el Reporte de Inflación de junio 2023). Las expectativas de inflación a 12 meses en agosto de 2023 descendieron a 3,36 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 87
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
 (Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 34
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
 (En porcentaje)

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

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

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se reduzcan en 6,5 por ciento en 2023, principalmente por la reducción en los precios del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y soya; mientras que para 2024 se espera un incremento de 0,9 por ciento en los precios de estos productos. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de agosto muestran niveles entre S/ 3,70 y S/ 3,73 para 2023, y entre S/ 3,70 y S/ 3,80 para 2024.

Cuadro 35
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (En soles por dólar)

	RI Mar.23	RI Jun.23	RI Set.23*
Sistema Financiero			
2023	3,85	3,80	3,70
2024	3,85	3,75	3,70
Analistas Económicos			
2023	3,85	3,70	3,73
2024	3,92	3,80	3,80
Empresas No Financieras			
2023	3,90	3,80	3,70
2024	3,90	3,80	3,80

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

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

Balance de riesgos de la proyección de inflación

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





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

La ocurrencia de fenómenos naturales de relativa intensidad podría interrumpir el desarrollo de algunas actividades económicas, el traslado de bienes perecibles y el abastecimiento de los mercados internos. Estos potenciales eventos podrían traducirse en mayores precios de alimentos y costos de transporte. El impacto esperado de este riesgo se ha incrementado respecto a lo previsto en junio en vista de la persistencia de altas temperaturas y del aumento de las probabilidades de un evento de Niño fuerte o extraordinario en el verano 2024 cuando el país está más expuesto a este fenómeno climático.

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

- **Choques de demanda interna**

La ocurrencia de nuevos episodios de inestabilidad política y conflictividad social podrían deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo y de la inversión privada, y retraer la ejecución del gasto público. El menor gasto de inversión tanto pública como privada conduciría a una menor acumulación de capital y, por tanto, a un menor crecimiento potencial. El impacto esperado de este riesgo se ha incrementado respecto al Reporte previo.

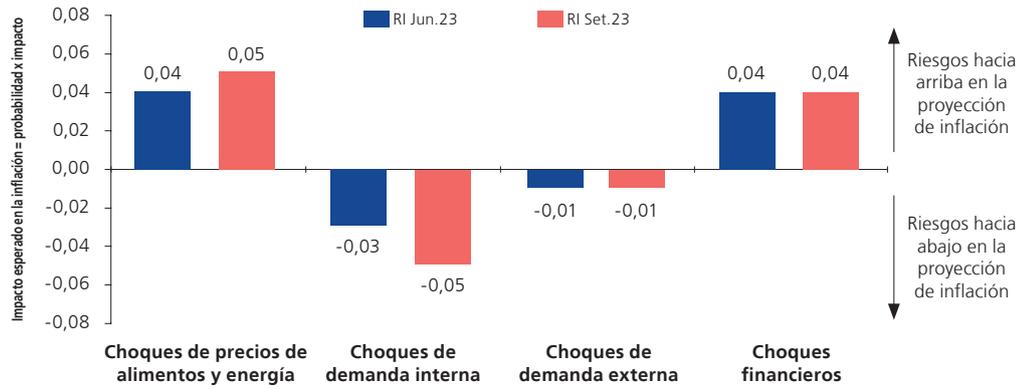
- **Choques de demanda externa**

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

- **Choques financieros**

La posibilidad de mayores tasas de interés internacionales podría generar episodios de salida de capitales en economías emergentes. Por el lado doméstico, nuevos episodios de incertidumbre política y conflictividad social podrían incrementar el riesgo país y amplificar la salida de capitales. Estos factores podrían generar presiones al alza del tipo de cambio, contribuyendo así a una mayor inflación. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al Reporte de junio.

Gráfico 88
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN



Fuente: BCRP.



BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names, including E. F. Romero]