



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2024

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2024-2025**

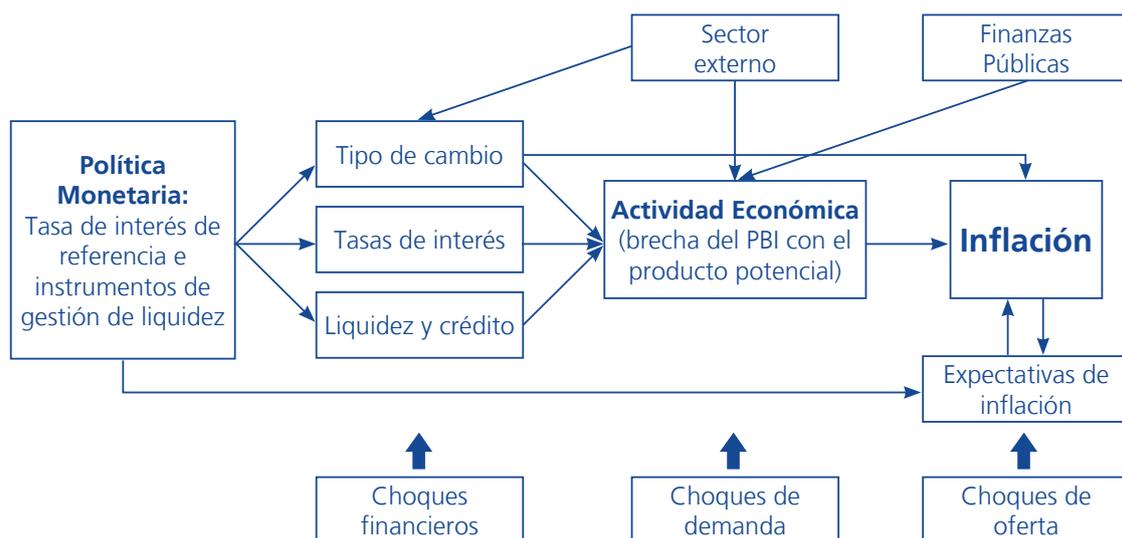


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2024-2025

Junio 2024



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 2024-2025

Junio 2024

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Evolución reciente de la inflación	17
- Respuestas de política monetaria	21
- Perspectivas de la economía global	23
- Mercados financieros internacionales.....	24
- Precios de los <i>commodities</i>	30
II. Balanza de pagos	46
- Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	46
- Resultados de las cuentas externas.....	49
- Cuenta Corriente.....	50
- Cuenta Financiera.....	52
- Reservas Internacionales Netas.....	54
III. Actividad económica	60
- PBI sectorial	60
- PBI gasto.....	65
IV. Finanzas públicas.....	80
- Ingresos corrientes	82
- Gastos no financieros.....	83
- Postura fiscal.....	84
- Financiamiento y deuda	85
V. Política monetaria y condiciones financieras	89
- Acciones de política monetaria.....	89
- Mercado cambiario.....	102
- Liquidez.....	108
- Crédito al sector privado.....	110
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	120
- Evolución reciente.....	120
- Proyecciones.....	126
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	130

Recuadros

1. Episodios de alza en los precios de servicios en Estados Unidos, 1985-2024.....	39
2. Evolución y desarrollo del sector agroexportador	56
3. El rol de las expectativas empresariales en la inversión residencial y no residencial	75
4. Diferencial negativo de las tasas de política monetaria de Perú y Estados Unidos en 2005-2007.....	114
5. Precios relativos e inflación en la economía peruana	132
6. Análisis desagregado de la inflación: cambios en el nivel, persistencia y volatilidad a lo largo del tiempo.....	136
7. Descomposición histórica de las expectativas de inflación	139

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2024 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a abril de 2024 del PBI mensual; y a mayo de 2024 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas 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 2024-2025, que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que puedan desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 13 de junio de 2024.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 20 de setiembre de 2024.



Resumen

- i. Se prevé que el panorama internacional de 2024 esté determinado por el impacto rezagado del alza de las tasas de interés internacionales y la disipación de los efectos transitorios sobre la demanda agregada de factores coyunturales como el impulso fiscal y el uso de los excedentes de ahorro del sector privado, principalmente de Estados Unidos. En ese sentido, se estima una desaceleración del **crecimiento mundial** de 3,2 en 2023 a 3,0 por ciento en 2024. Esta proyección supone una revisión al alza respecto a lo esperado en marzo (2,8 por ciento), debido a la ejecución mayor a la esperada en Estados Unidos y China en lo que va del año. Para 2025, se mantiene la tasa de crecimiento proyectada en el Reporte previo (3,1 por ciento), en línea con una inflación mundial ya controlada y menores tasas de interés internacionales.
- ii. Los **términos de intercambio** continuaron siendo favorables a la economía peruana: en el primer trimestre de 2024 aumentaron 5,0 por ciento interanual debido a la caída de los precios de importación. Este resultado se explica por mejores condiciones y perspectivas favorables en la oferta de alimentos como el maíz y la soya, así como por un mercado de petróleo más equilibrado. Se anticipa un incremento de los términos de intercambio en 2024 de 8,8 por ciento, que contrasta con la caída proyectada en el Reporte de marzo (-1,7 por ciento). Esta revisión responde a las mayores cotizaciones de los principales metales de exportación, reflejo de una demanda más elevada para la transición energética. Se prevé que los términos de intercambio reduzcan su dinamismo en 2025 (1,4 por ciento).
- iii. La balanza de pagos continuó mostrando una posición superavitaria en su cuenta corriente por mayores términos de intercambio y menores importaciones por la debilidad de la demanda interna. El superávit anualizado en **cuenta corriente** pasó de 0,8 por ciento del PBI en 2023 a 1,4 por ciento al primer trimestre de 2024. Esta evolución fue reflejo de: (i) menores utilidades de empresas con capitales extranjeros; (ii) la disminución del déficit de servicios, por el aumento de la llegada de viajeros y la reducción del costo de fletes; y (iii) la expansión del flujo de remesas, por la evolución favorable del empleo en Estados Unidos.

Se proyecta que el superávit de la cuenta corriente se mantenga en 0,8 por ciento del producto en 2024 y se reduzca a 0,3 por ciento en 2025, en línea con la recuperación de la demanda interna y la perspectiva de los términos de intercambio.

- iv. La **actividad económica nacional** avanzó 1,4 por ciento interanual en el primer trimestre de 2024, luego de 4 trimestres consecutivos de caídas interanuales. Las mejores condiciones climáticas y el aumento de los ingresos reales tras la disminución de la inflación impulsaron la confianza de los agentes de la economía, lo que favoreció el gasto privado. Asimismo, se observó una recuperación importante de la inversión pública en todos los niveles de gobierno.

Se proyecta una expansión del PBI de 3,1 por ciento para 2024, mayor a la esperada en marzo (3,0 por ciento) y la tasa de crecimiento más alta desde 2021. La recuperación respecto al año previo se sustentará en el avance de los sectores agropecuario, pesca y su manufactura asociada, debido a la normalización de las anomalías climáticas observadas





el año previo. Por su parte, las actividades no primarias como manufactura, comercio y servicios se verán beneficiadas por el aumento de los ingresos reales y la recuperación de la confianza de los agentes económicos, mientras que la mayor inversión pública dinamizaría el sector construcción. La proyección actual asume un entorno de estabilidad sociopolítica y de precios que impulse la inversión privada y el empleo, dinamizando a su vez la demanda interna. Dados los aún bajos niveles de confianza empresarial, se asume un impacto acotado del incremento de los términos de intercambio sobre la inversión privada.

Se estima que el producto crecerá a la tasa de 3,0 por ciento en 2025, proyección que considera condiciones climáticas normales, la entrada en operación de algunos proyectos mineros y de infraestructura en un entorno que favorezca la continua recuperación del gasto privado.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos 12 meses subió de 2,8 a 3,9 por ciento del PBI entre diciembre de 2023 y mayo de 2024, debido principalmente a la contracción de los ingresos corrientes, afectado por la menor regularización anual del impuesto a la renta (IR). Se proyecta una recuperación de los ingresos fiscales consistente con la evolución proyectada del PBI, los mayores precios de los metales, e ingresos extraordinarios en 2025 por renta, asociados a ventas de empresas del sector electricidad. Asimismo, se asume un riguroso control del gasto para que el déficit fiscal se ubique en 2,8 por ciento del PBI en 2024, nivel similar al de 2023, y en 1,6 por ciento del producto para 2025. Esta proyección asume la modificación de la trayectoria de la regla fiscal, en línea con la solicitud de facultades legislativas.

Se espera que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumente de 22,5 a 24,8 por ciento del PBI entre 2023 y 2025. En tanto, se proyecta que la **deuda bruta** se mantenga en 32,9 por ciento del PBI durante el mismo periodo, lo que supone un mayor uso de depósitos del sector público para financiar el déficit.

- vi. El BCRP continuó reduciendo gradualmente la tasa de interés de la política monetaria. Entre abril y junio de 2024, el Directorio del BCRP decidió reducir **la tasa de referencia** en 25 puntos básicos en los meses de abril y de mayo, con lo cual la tasa se ubicó en 5,75 por ciento en junio. En marzo se aprobó reducir la tasa de encaje en moneda nacional de 6,0 a 5,5 por ciento, vigente a partir de abril, medida que busca complementar la flexibilización monetaria iniciada en setiembre del año pasado. Asimismo, se señaló que futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, en particular la evolución de la inflación subyacente, las expectativas de inflación y la actividad económica.
- vii. Las tasas de interés en moneda nacional continuaron evolucionando de acuerdo con la evolución de la tasa de referencia, en particular en las tasas activas de los segmentos de menor riesgo crediticio. La liquidez en moneda nacional (circulante más depósitos) comenzó a mostrar signos de recuperación; su tasa de crecimiento interanual pasó de 3,9 por ciento en diciembre de 2023 a 5,2 por ciento en abril de 2024. Por su parte, el **crédito al sector privado total** se expandió en 0,4 por ciento interanual en abril de 2024 (1,3 por ciento en 2023). Esta evolución responde al avance de las amortizaciones de los créditos asociados al programa Reactiva Perú; la menor demanda crediticia por la evolución de la actividad económica y las condiciones financieras. El crecimiento del crédito al sector privado se recuperaría a 3,5 y 5,0 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente, acorde con la proyección de la demanda interna y la producción.

- viii. La inflación interanual continuó disminuyendo: entre febrero y mayo, pasó de 3,29 a 2,00 por ciento, ubicándose así en el centro del rango meta. Los rubros que más contribuyeron a la desaceleración de la inflación interanual entre febrero y mayo fueron pollo, comidas fuera del hogar, pescado, hojas o tallos y otras frutas frescas. La inflación sin alimentos y energía se mantuvo alrededor de 3,10 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta por cuarto mes consecutivo, luego de estar en el tramo superior del rango meta en diciembre de 2023 y enero de 2024.

La proyección de la inflación se mantiene en 2,2 por ciento para 2024 y su reducción respecto a 2023 responderá a la menor incidencia de los fenómenos climatológicos sobre los precios de los alimentos, observada en los últimos meses. En este contexto, se espera que la inflación sin alimentos y energía reinicie su trayectoria decreciente. Con ello, se prevé que la inflación total se ubique en el valor medio del rango meta (2,0 por ciento) en 2025.

- ix. En este Reporte el **balance de riesgos para la proyección de inflación** pasa de un sesgo al alza a uno neutral. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) choques financieros por presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política o por el incremento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales por tensiones geopolíticas; y (ii) choques de demanda externa por la desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros productos de exportación.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2023	2024*		2025*	
		RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
Var. % real					
1. Producto bruto interno	-0,6	3,0	3,1	3,0	3,0
2. Demanda interna	-2,1	3,1	3,5	3,0	3,0
a. Consumo privado	0,1	2,7	2,8	2,8	2,8
b. Consumo público	4,6	2,0	2,0	2,0	2,0
c. Inversión privada fija	-7,3	2,3	2,3	3,0	3,0
d. Inversión pública	2,8	4,0	12,0	4,5	4,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	4,9	2,7	2,9	3,3	3,3
4. Importaciones de bienes y servicios	-1,4	3,0	4,6	3,1	3,3
5. Crecimiento del PBI Mundial	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1
Nota:					
Brecha del producto ^{1/} (%)	-1,5	-1,3 ; -0,3	-1,0 ; 0,0	-0,7 ; 0,3	-0,5 ; 0,5
Var. %					
6. Inflación (fin de periodo)	3,2	2,2	2,2	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{2/}	4,4	2,7	2,6	2,5	2,5
8. Depreciación esperada ^{2/}	-2,5	1,0	0,3	-0,5	0,7
9. Términos de intercambio	4,8	-1,7	8,8	1,0	1,4
a. Precios de exportación	-2,4	-2,2	8,2	2,2	2,6
b. Precios de importación	-6,9	-0,5	-0,5	1,2	1,1
Var. % nominal					
10. Circulante	-5,6	-1,7	-1,2	0,0	0,0
11. Crédito al sector privado	1,3	3,5	3,5	5,0	5,0
% PBI					
12. Inversión bruta fija	22,9	23,0	22,6	23,0	22,7
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	0,8	-0,5	0,8	-0,9	0,3
14. Balanza comercial	6,6	5,6	7,9	5,9	8,2
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{3/}	-0,3	0,7	0,6	1,4	0,3
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,8	20,2	19,6	20,7	20,7
17. Gastos no financieros del Gobierno General	21,0	20,5	20,6	20,5	20,7
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-2,8	-2,0	-2,8	-1,5	-1,6
19. Saldo de deuda pública total	32,9	33,8	32,5	33,5	32,9
20. Saldo de deuda pública neta	22,5	24,4	24,0	24,7	24,8

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 2023 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 economía mundial ha mantenido, en términos generales, un crecimiento moderado en línea con lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo. La actividad de Estados Unidos muestra un menor dinamismo respecto al año previo y el escenario de una recesión mantiene una baja probabilidad de ocurrencia. En otras economías desarrolladas se registra un avance moderado y, en China, las expectativas han mejorado en línea con las medidas de estímulo anunciadas y los datos ejecutados en los últimos meses.

Paralelamente, la tendencia a la baja en la inflación se ha visto afectada por la evolución en los precios de los servicios, en particular en Estados Unidos. Este comportamiento ha llevado a una revisión al alza de las expectativas en torno a la tasa de la Reserva Federal (Fed). Se estima que la flexibilización de la política monetaria se inicie en el cuarto trimestre, después de otros bancos centrales como los de la eurozona, Reino Unido y Canadá, donde la inflación ha disminuido en forma más pronunciada.

2. En este contexto, se prevé que durante 2024 la economía global crezca 3,0 por ciento. Esta tasa –por debajo de la del año previo y del crecimiento promedio en la década anterior a la pandemia– se explica por los factores reseñados en anteriores Reportes, como el impacto del ajuste de la política monetaria sobre las condiciones crediticias, el agotamiento de los excedentes de ahorro en el sector privado (en particular en Estados Unidos) y las ganancias cada vez menores en el mercado laboral. Para 2025 se estima una tasa de crecimiento de 3,1 por ciento.
3. El escenario base de proyección está sujeto a una serie de riesgos, mayormente a la baja, y que han sido reseñados en anteriores Reportes de Inflación. La probabilidad de una flexibilización más lenta por parte de la Fed se ha incrementado moderadamente en contraposición a lo observado en la eurozona y el Reino Unido. Por el contrario, los riesgos de una desaceleración brusca de China han disminuido.

Por otro lado, existe el riesgo de que los choques geopolíticos, en Ucrania y en el Medio Oriente, así como las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China aumenten; y, entre otros aspectos, afecten el precio de algunos *commodities*, el mercado de fletes y la cadena de suministros, en particular en el mercado de semiconductores.

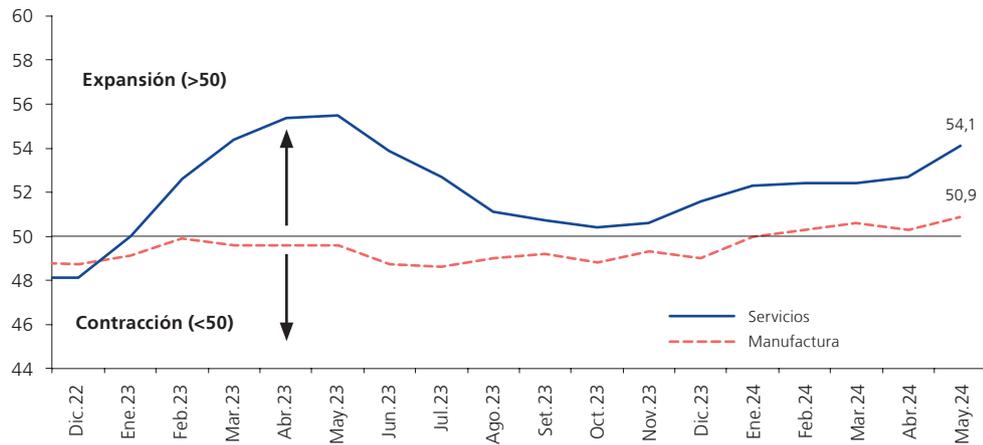
Evolución reciente de la actividad económica global

4. En los últimos meses, la actividad económica mundial muestra señales de una desaceleración moderada y una menor divergencia tanto a nivel de sectores como de países. A nivel de sectores, la manufactura muestra una mejora importante, aunque los servicios permanecen como el sector más dinámico.



La recuperación de la manufactura de los últimos meses, asociada en parte a las menores restricciones logísticas en el comercio mundial, se refleja en el índice de PMI global del sector que, luego de permanecer en zona de contracción durante el año pasado, aumentó y registró niveles superiores a 50 (zona de expansión). Las principales economías desarrolladas, con excepción de Alemania, mostraron una mejora explicada principalmente por los rubros volúmenes de producción, nuevos órdenes, empleo y costo de insumos.

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



Fuente: S&P Global.

5. Dentro de las **economías desarrolladas**, la actividad económica global en el primer trimestre tuvo un desempeño más uniforme, a diferencia de lo registrado en los trimestres previos. Así, en el primer trimestre, con excepción de Japón, las principales economías –Estados Unidos, Alemania y Reino Unido– registraron tasas positivas de crecimiento en el indicador de producción desestacionalizado. En el caso de Alemania y el Reino Unido, ello supone una reversión de la contracción observada en los meses previos.

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

	2022				2023				2024
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T
Estados Unidos	-0,5	-0,1	0,7	0,6	0,6	0,5	1,2	0,8	0,3
Alemania	1,0	-0,1	0,4	-0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,5	0,2
Reino Unido	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,6
Japón	-0,6	1,2	-0,2	0,3	1,2	1,0	-0,9	0,0	-0,5
China	0,8	-2,3	3,7	0,8	2,3	0,5	1,5	1,0	1,6

Fuente: OCDE y Trading Economics

Los indicadores de actividad mensual (índices PMI) sugieren que esta menor divergencia en el desempeño de las economías, en particular de las economías desarrolladas, continuó en los meses de abril y mayo.

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

	Dic.22	Mar.23	Jun.23	Set.23	Dic.23	Ene.24	Feb.24	Mar.24	Abr.24	May.24
PMI Manufactura										
India	57,8	56,4	57,8	57,5	54,9	56,5	56,9	59,1	58,8	57,5
Japón	48,9	49,2	49,8	48,5	48,0	48,0	47,2	48,2	49,6	50,4
China	49,0	50,0	50,5	50,6	50,8	50,8	50,9	51,1	51,4	51,7
EUA	46,2	49,2	46,3	49,8	47,9	50,7	52,2	51,9	50,0	51,3
Brasil	44,2	47,0	46,6	49,0	48,4	52,8	54,1	53,6	55,9	52,1
Reino Unido	45,3	47,9	46,5	44,3	46,2	47,0	47,5	50,3	49,1	51,2
Francia	49,2	47,3	46,0	44,2	42,1	43,1	47,1	46,2	45,3	46,4
Italia	48,5	51,1	43,8	46,8	45,3	48,5	48,7	50,4	47,3	45,6
Alemania	47,1	44,7	40,6	39,6	43,3	45,5	42,5	41,9	42,5	45,4
PMI Servicios										
India	58,5	57,8	58,5	61,0	59,0	61,8	60,6	61,2	60,8	60,2
Japón	51,1	55,0	54,0	53,8	51,5	53,1	52,9	54,1	54,3	53,6
China	48,0	57,8	53,9	50,2	52,9	52,7	52,5	52,7	52,5	54,0
EUA	44,7	52,6	54,4	50,1	51,4	52,5	52,3	51,7	51,3	54,8
Brasil	51,0	51,8	53,3	48,7	50,5	53,1	54,6	54,8	53,7	55,3
Reino Unido	49,9	52,9	53,7	49,3	53,4	54,3	53,8	53,1	55,0	52,9
Francia	49,5	53,9	48,0	44,4	45,7	45,4	48,4	48,3	51,3	49,4
Italia	49,9	55,7	52,2	49,9	49,8	51,2	52,2	54,6	54,3	54,2
Alemania	49,2	53,7	54,1	50,3	49,3	47,7	48,3	50,1	53,2	53,9

Fuente: PMI S&P.

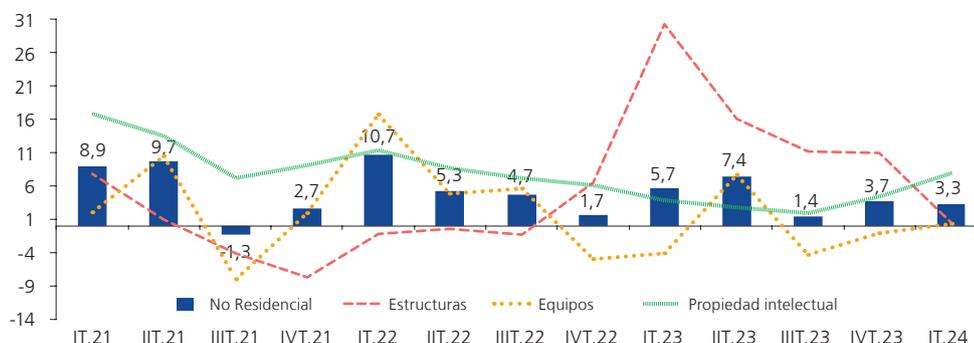
Expansión > 50

Contracción < 50

6. En el caso de **Estados Unidos**, el PBI avanzó a menor ritmo en el primer trimestre, aunque en línea con las expectativas de una desaceleración gradual durante 2024. La menor tasa refleja, por un lado, un fuerte crecimiento de la producción de servicios (4,0 por ciento) y una contracción en la de bienes (-0,4 por ciento), debido a la fuerte caída en bienes duraderos.

Por el lado del gasto, el consumo se desaceleró (de 3,3 a 2,0 por ciento) debido a la contracción en el consumo de bienes, en particular los bienes de consumo duradero (-4,1 por ciento), que contrarrestó el mayor consumo de servicios (3,9 por ciento).

Gráfico 2
ESTADOS UNIDOS: INVERSIÓN NO RESIDENCIAL
(Variación % trimestral anualizada)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Por el lado de la inversión, destaca el avance de la inversión no residencial, cuya cifra preliminar (2,9 por ciento) fue revisada al alza (3,3 por ciento), y donde se muestra una recomposición importante: el rubro estructuras –que había sido el más dinámico en los últimos trimestres– aumentó a tasas menores mientras que los rubros de propiedad intelectual y maquinarias aceleraron sus tasas de expansión.



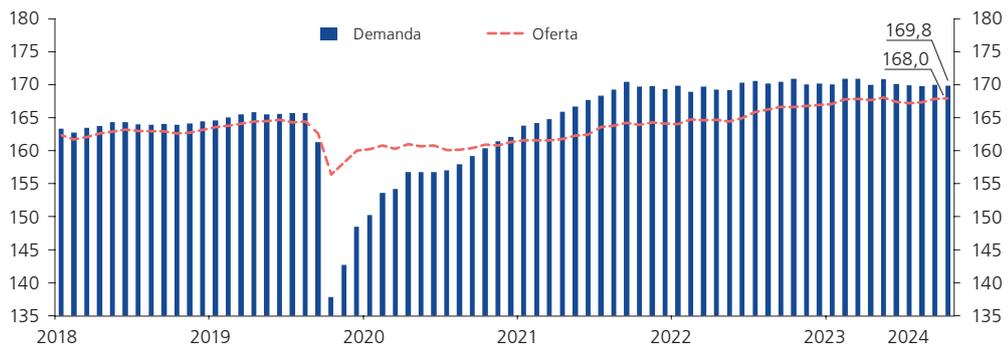
Algunos indicadores de frecuencia mensual reflejarían que el menor ritmo de expansión prosigue en abril y mayo. Este menor crecimiento, en particular en el consumo, donde las ventas minoristas registran menor ritmo de expansión desde febrero, reflejan el agotamiento del exceso de ahorro privado, el ajuste de las condiciones crediticias y el dinamismo más bajo en el mercado laboral.

Respecto al mercado laboral, la creación de empleo se ubica por debajo del promedio histórico, con excepción del fuerte aumento de marzo influido por el incremento del empleo en el sector público. Los servicios siguen siendo el sector que más contribuye en la creación de nuevos empleos –en particular en los rubros de servicios profesionales, empresariales y de informática– aunque a tasas menores que en 2022 y 2023.

Estos desarrollos son consistentes con la evidencia de un menor desequilibrio en el mercado laboral. Al mes de abril, considerando la demanda total por mano de obra (aproximada por el empleo observado más las solicitudes de empleo aún no cubiertas) y la oferta (aproximada por la fuerza laboral), se observa que esta brecha ha venido disminuyendo, lo cual es consistente con las reducciones de las presiones salariales.

Se prevé un enfriamiento lento del mercado laboral: si bien en el mes de mayo la creación de empleo aumentó por encima de lo esperado, la tasa de desempleo se incrementó y el número de solicitudes por desempleo continuó al alza.

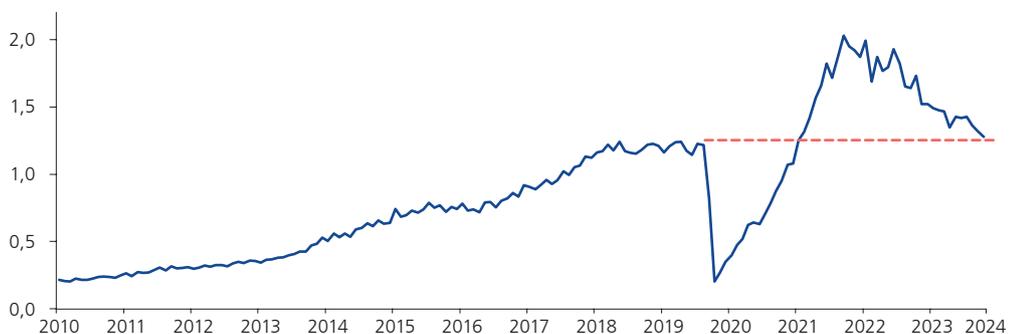
Gráfico 3
ESTADOS UNIDOS: OFERTA Y DEMANDA LABORAL
(En millones de personas)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Asimismo, el ratio de vacantes requeridas por trabajador en busca de un puesto de trabajo ha alcanzado niveles cercanos a los observados antes de la pandemia.

Gráfico 4
EUA: RATIO DE VACANTES/DESEMPLEO



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

7. En la **eurozona**, tras la recesión de la segunda mitad de 2023, el crecimiento del PBI se recuperó en el primer trimestre (0,3 por ciento) aunque aún se ubica por debajo de su crecimiento potencial. Respecto al trimestre previo, se registró una evolución positiva en las principales economías como Alemania (de -0,5 a 0,2 por ciento), Francia (de 0,1 a 0,2 por ciento) e Italia (de 0,1 a 0,3 por ciento) mientras que España, una de las economías más dinámicas, se mantuvo en 0,7 por ciento. Por el lado del gasto, la recuperación del PBI fue diferenciada entre países: en Alemania resaltó el aumento de las exportaciones netas y en Francia el consumo privado y la formación bruta de capital.

Por su parte, el **Reino Unido**, luego de dos trimestres consecutivos de contracción, registró una marcada recuperación (pasó de -0,3 a 0,6 por ciento) gracias a la evolución de los sectores de manufactura y de servicios de transporte.

En **Japón**, después de una significativa expansión en el primer semestre del año pasado, la economía se vio afectada por la contracción del consumo privado y el estancamiento de la inversión. En el cuarto trimestre, la economía se estancó y en el primer trimestre de 2024 se contrajo 0,5 por ciento, por encima de lo previsto, reflejando la mayor desaceleración en el gasto de las familias.

8. Dentro de las economías emergentes, **China** registró un crecimiento de 5,3 por ciento en el primer trimestre de 2024. Sin embargo, recientemente la economía china se ha caracterizado por tener un dinamismo diferenciado: mientras el consumo muestra cierto rezago, la actividad industrial y la producción manufacturera registran mejoras. Ello se da en un contexto de contracción en el sector inmobiliario, baja confianza por parte de los consumidores e inversionistas y alto endeudamiento del sector privado. En el ámbito externo, los riesgos de un menor crecimiento han aumentado ante una serie de restricciones al comercio ejecutadas por Estados Unidos.

Por otro lado, continuó la incertidumbre sobre la evolución de los precios en la economía. En mayo, los precios al consumidor registraron el cuarto incremento interanual consecutivo, aunque con tasas cercanas a cero. Por su parte, los precios al productor continuaron disminuyendo y acumulan 20 meses consecutivos de contracción, mientras que los precios de nuevas viviendas tuvieron su caída más pronunciada desde junio de 2015.

Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2021	2022	2023				2024				
			Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
PMI servicios - S&P 1/			57,8	53,9	50,2	52,9	52,7	52,5	52,7	52,5	54,0
PMI no manufacturero - oficial 1/			58,2	53,2	51,7	50,4	50,7	51,4	53,0	51,2	51,1
PMI manufacturero - S&P 1/			50,0	50,5	50,6	50,8	50,8	50,9	51,1	51,4	51,7
PMI manufacturero - oficial 1/			51,9	49,0	50,2	49,0	49,2	49,1	50,8	50,4	49,5
Producción Industrial 2/			3,9	4,4	4,5	6,8	7,0	4,5	6,7	5,6	
Inversión en activos fijos 3/			5,1	3,8	3,1	3,0	4,2	4,5	4,2	4,0	
Ventas minoristas 2/			10,6	3,1	5,5	7,4	5,5	3,1	2,3	3,7	
Exportaciones 2/			14,8	-12,4	-6,2	2,3	7,1	-7,5	1,5	7,6	
Importaciones 2/			-1,4	-6,8	-6,2	0,2	3,5	-1,9	8,4	1,8	
Préstamos bancarios 2/			11,8	11,3	10,9	10,6	10,4	10,1	9,6	9,6	9,3
Índice de precios al consumidor 2/			0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,7	0,1	0,3	0,3
Índice de precios de vivienda 2/			-0,8	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-1,4	-2,2	-3,1	-3,9
Índice de precios al productor 2/			-2,5	-5,4	-2,5	-2,7	-2,5	-2,7	-2,8	-2,5	-1,4

1/ Índice de difusión: 50 = nivel neutral.

2/ Var. % anual.

3/ Var. % acumulada anual.

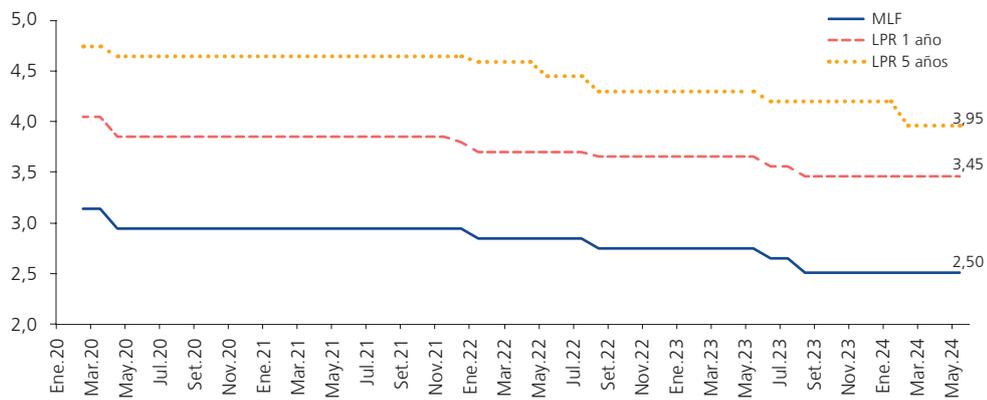
Nota: Algunos indicadores son reportados considerando su evolución en los dos primeros meses del año para tomar en cuenta el feriado por el Año Nuevo Lunar.

Fuente: Trading Economics.



En este contexto, el gobierno chino anunció estímulos para contrarrestar la debilidad del sector inmobiliario. Entre las medidas están la reducción de la tasa mínima de pago inicial para la compra de viviendas y un programa nacional de préstamos para que empresas estatales compren viviendas no vendidas. Por otro lado, se inició la emisión de bonos soberanos especiales de muy largo plazo (entre 20 y 50 años), a través de los cuales el gobierno buscará apoyar a la economía, principalmente en infraestructura y manufactura de alto nivel. Por su parte, el banco central mantuvo las principales tasas de interés, ante el riesgo de depreciación del yuan.

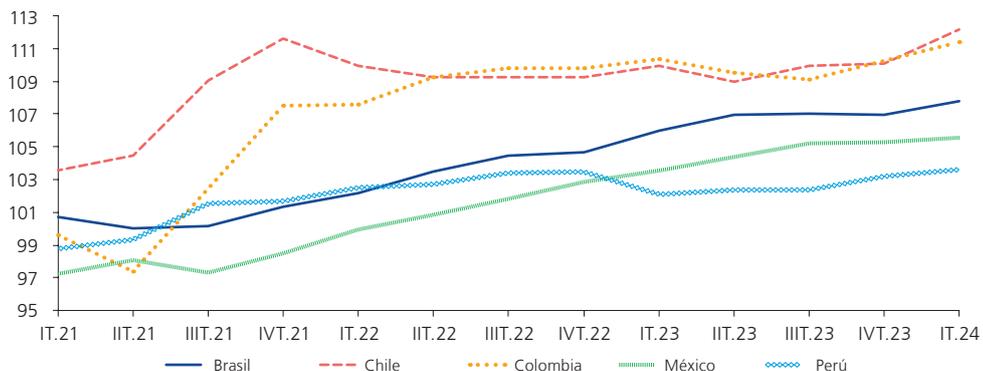
Gráfico 5
CHINA: TASAS DE INTERÉS
(En porcentaje)



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

- En el caso de **América Latina**, la actividad económica de las principales economías de la región tuvo un mayor dinamismo frente al último trimestre de 2023. Un crecimiento de los salarios reales ha impulsado el consumo en economías como México y Brasil. En otros casos, como en Chile y Colombia, el sector primario ha tenido un desarrollo favorable. No obstante, algunos indicadores de frecuencia mensual (índices PMI, los indicadores de confianza y las ventas minoristas, entre otros) hacen prever un menor dinamismo para el resto del año.

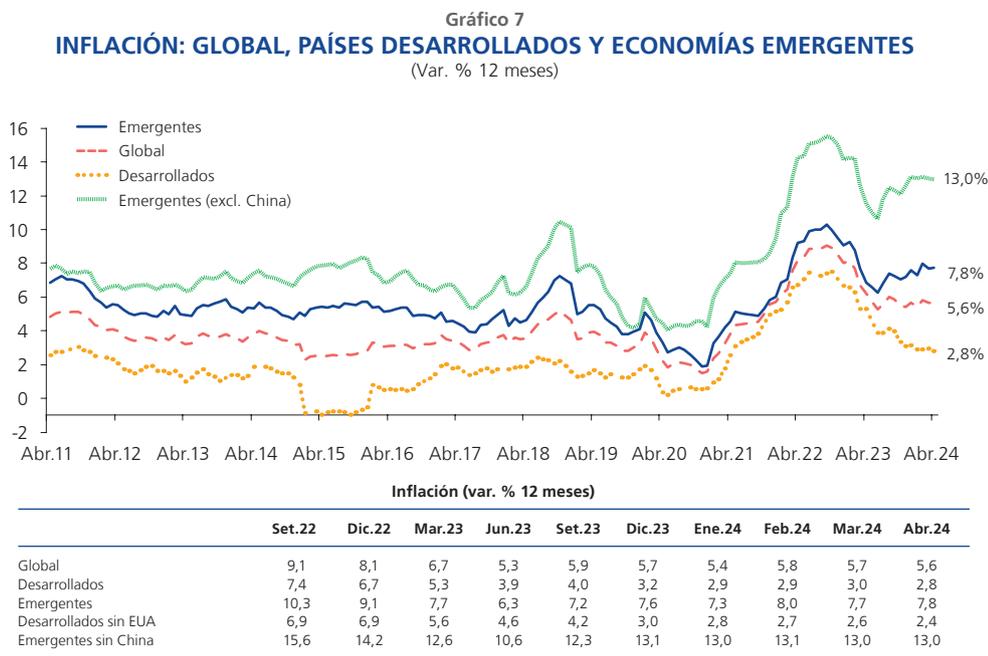
Gráfico 6
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)



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

Evolución reciente de la inflación

10. Respecto al último Reporte, la **inflación a nivel global** se redujo marginalmente, de 5,7 a 5,6 por ciento entre marzo y abril de 2024. Dicho resultado refleja una reducción en las economías desarrolladas (de 3,0 a 2,8 por ciento) y un aumento ligero en las economías emergentes (de 7,7 a 7,8 por ciento).



Fuente: Reuters.

A pesar de la significativa reducción de la inflación respecto a los niveles máximos de 2022, se estima que alrededor de la mitad de los países aun no alcanzan sus respectivas metas de inflación. Así, de una muestra de 34 países o regiones a mayo, en 19 (56 por ciento) se cumple con la meta de inflación.



Nota: La muestra de 34 países se amplía a 36 en cada fin de trimestre para considerar los datos divulgados por Australia y Nueva Zelanda.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.



Cuadro 4
INFLACIÓN EN PAÍSES QUE HAN CUMPLIDO CON SU META DE INFLACIÓN
 (Variación porcentual 12 meses)

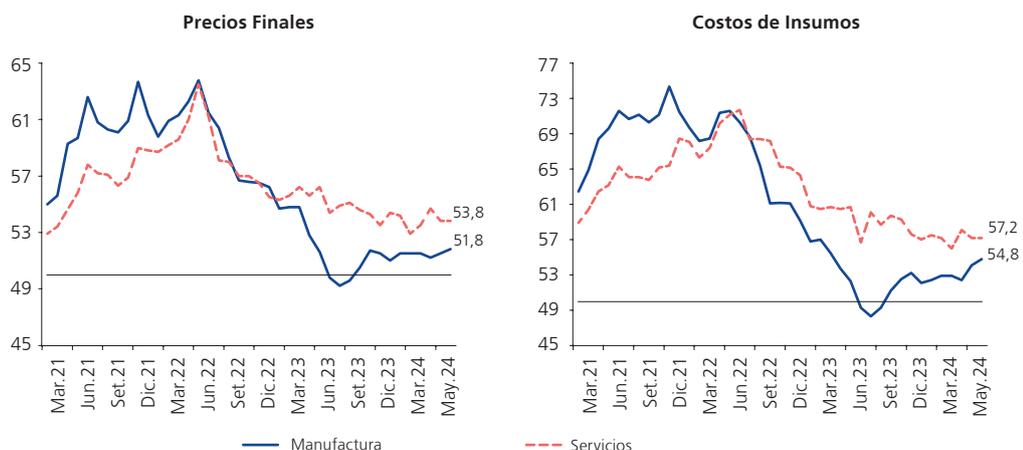
Región / País	Dic.2023	Ene.2024	Mar.2024	Abr.2024	May.2024	Meta
Canadá	3,4	2,9	2,9	2,7	--	2,0+/-1,0
Brasil	4,6	4,5	3,9	3,7	3,9	3,0+/-1,5
Perú	3,2	3,0	3,0	2,4	2,0	2,0+/-1,0
Paraguay	3,7	3,4	3,6	4,0	4,4	4,0+/-2,0
Uruguay	5,1	5,1	3,8	3,7	4,1	3,0-6,0
China	-1,8	-1,9	-1,2	0,3	0,3	3,0
Indonesia	2,6	2,6	3,1	3,0	2,8	3,0+/-1,0
India	5,7	5,1	4,9	4,8	4,8	4,0+/-2,0
Filipinas	3,9	2,8	3,7	3,8	3,9	3,0+/-1,0
Tailandia	-0,8	-1,1	-0,5	0,2	1,5	2,5+/-1,5
Israel	3,0	2,6	2,7	2,8	2,8	1,0-3,0
Serbia	7,6	6,4	5,0	5,0	4,5	3,0+/-1,5
Hungría	5,5	3,8	3,6	3,7	4,0	3,0+/-1,0
República Checa	6,9	2,3	2,0	2,9	2,6	2,0+/-1,0
Reino Unido	4,0	4,0	3,2	2,3	2,0	2,0
Polonia	6,2	3,9	2,0	2,4	2,5	2,5+/-1,0
Ucrania	5,1	4,7	3,2	3,2	3,3	5,0
Suiza	1,7	1,3	1,0	1,4	1,4	2,0
Sudáfrica	5,1	5,3	5,3	5,2	--	3,0-6,0

Nota: -- indica que el dato no está disponible.

Fuente: Institutos de Estadística, bancos centrales y otros.

A diferencia de lo reseñado en los anteriores Reportes, las presiones inflacionarias se habrían incrementado también en el sector de manufactura. Así, los rubros de costos de insumos y de precios de bienes finales–incorporados en el índice PMI del sector a nivel global– se han venido elevando en los últimos meses. Los mismos indicadores para los servicios sugieren que en este sector las presiones sobre los costos de insumos se mantienen.

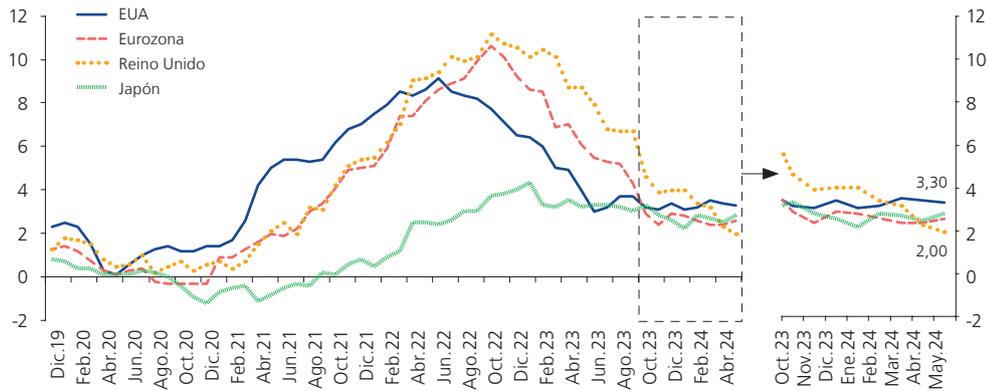
Gráfico 9
PMI GLOBAL DE MANUFACTURA Y SERVICIOS, 2021-2024



Fuente: S&P Markit.

En las **economías desarrolladas**, las reducciones en la tasa de inflación han sido menos significativas desde el cuarto trimestre del año pasado, comportamiento que se ha mantenido desde el último Reporte de Inflación. Así, con la excepción de Reino Unido, la tendencia a la baja se ha moderado significativamente en Japón y en la eurozona, mientras que en Estados Unidos la inflación se mantuvo prácticamente sin variaciones y por encima de la meta de la Fed.

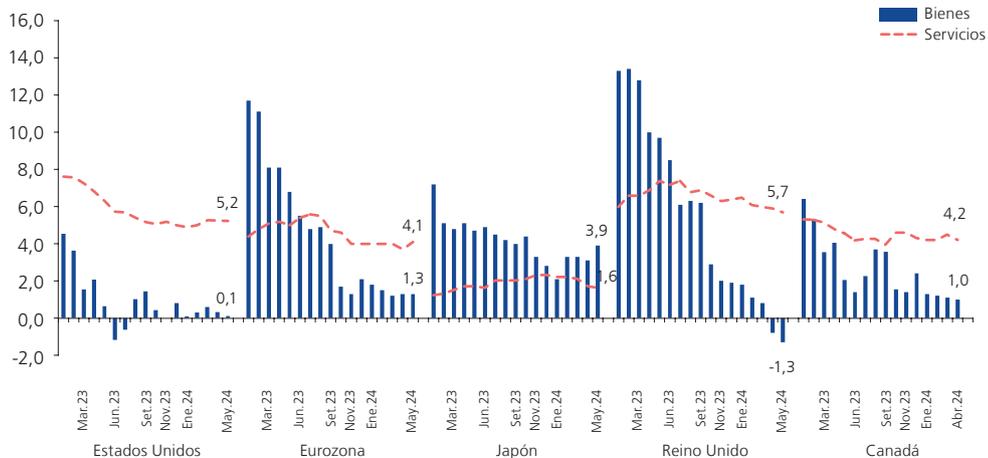
Gráfico 10
INFLACIÓN TOTAL EN PAÍSES DESARROLLADOS
 (Var. % 12 meses)



Fuente: Reuters.

La moderación en la tendencia decreciente de la inflación se explica principalmente por la resistencia a la baja en el precio de los servicios. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, estos precios registraron un incremento agregado de 5,3 por ciento mientras que la inflación de bienes fue de solo 0,3 por ciento; destacan la persistencia de los altos precios de los alquileres, cuya participación dentro del IPC y dentro del PCE alcanza a 36 y 16 por ciento, respectivamente (Ver Recuadro 1).

Gráfico 11
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS
 (En porcentaje)

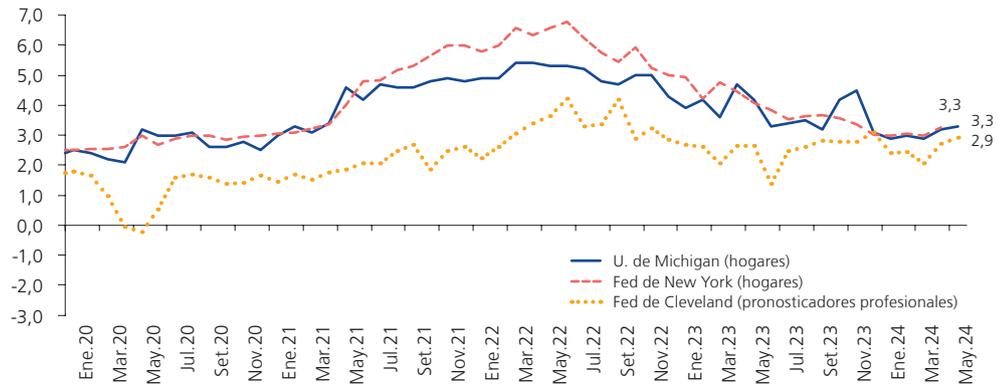


Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Las **expectativas de inflación** para los próximos 12 meses, tal como ha sucedido con la inflación observada, han moderado su tendencia a la baja de los últimos meses e, incluso, muestran ligeros incrementos. En el caso de Estados Unidos, la expectativa de los consumidores ha vuelto a superar el 3 por ciento. En el mismo sentido, las encuestas a analistas registraron aumentos en abril y mayo.



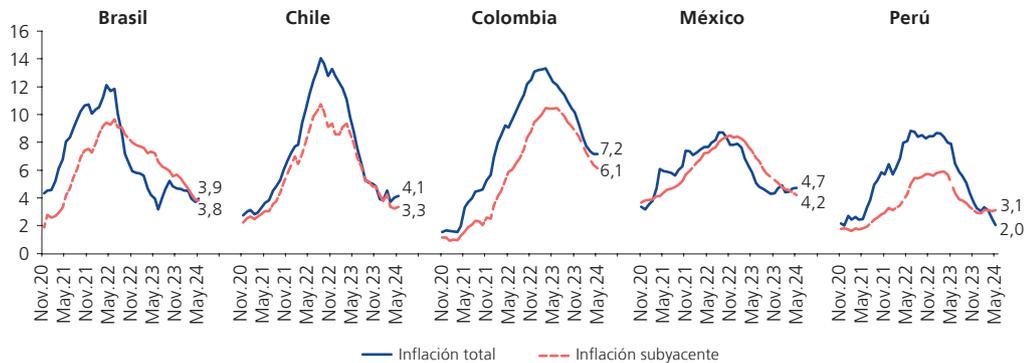
Gráfico 12
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES DE EUA
 (En porcentaje)



Fuente: U. de Michigan, Fed de New York y Fed de Cleveland.

11. En el caso de las **economías emergentes**, las presiones inflacionarias también disminuyeron, aunque, en varios casos, de forma menos pronunciada. En la región, la inflación total disminuyó en Perú, se mantuvo en Colombia, pero aumentó en Brasil, México y Chile.

Gráfico 13
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA
 (Variación porcentual 12 meses)

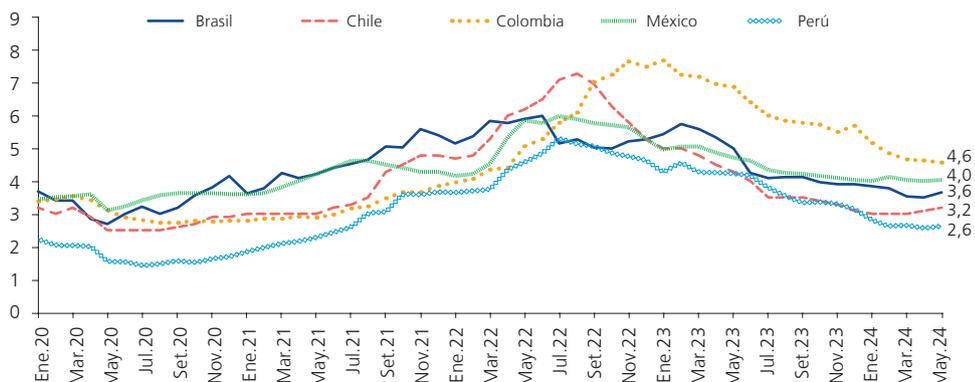


	Mar.24	Abr.24	Máximo	Mar.24	Abr.24	Máximo	Mar.24	Abr.24	Máximo	Mar.24	Abr.24	Máximo	Mar.24	Abr.24	Máximo
Total	3,9	3,7	12,1 (abr.22)	3,7	4,0	14,1 (ago.22)	7,4	7,2	13,3 (mar.23)	4,4	4,7	8,7 (set.22)	3,0	2,4	8,8 (jun.22)
Suby.	4,3	3,8	9,7 (jun.22)	3,3	3,2	10,9 (ago.22)	6,8	6,4	10,5 (mar.23)	4,6	4,4	8,5 (nov.22)	3,1	3,0	5,9 (mar.23)

Nota: El gráfico muestra el último dato (mayo de 2024).
 Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

La evolución de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses, luego de reducciones sostenidas durante 2023, se han estabilizado en niveles prepandemia para la mayoría de los países de la región. En los casos de Brasil, Chile y Perú, si bien las expectativas aumentaron ligeramente en mayo, se ubican dentro de sus respectivos rangos meta.

Gráfico 14
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 12 MESES
(Variación porcentual)



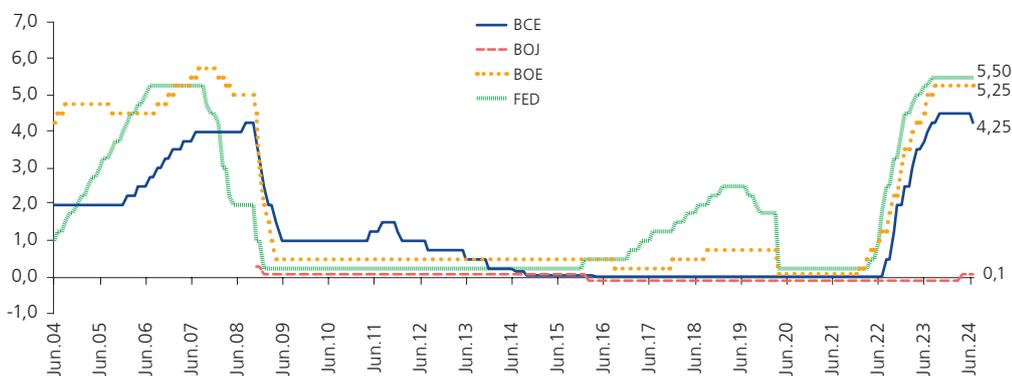
Nota: Para Brasil, corresponde a la expectativa de inflación 12 meses promedio registrada en el mes de referencia. Para México, se obtiene por interpolación en base a expectativas a diciembre de 2024 y 2025.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

Respuestas de política monetaria

12. Dentro de las **economías desarrolladas**, la Fed y el Banco de Inglaterra (BoE) mantuvieron sus tasas de interés en los niveles máximos alcanzados durante el presente ciclo de ajuste. En el caso de Japón, luego del ajuste anunciado en marzo, mantuvo su política monetaria expansiva.

Por el contrario, el Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de interés el 6 de junio. Previamente, el Banco Central de Suecia (Riksbank) y el de Canadá bajaron sus tasas de interés en 25 pbs. Similar acción realizó Suiza luego de que, en marzo, realizara el primer recorte de tasas (con lo que acumula una reducción de 50 pbs).

Gráfico 15
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA
(En porcentaje)



FED = Reserva Federal, BCE = Banco Central Europeo, BOJ = Banco de Japón, BOE = Banco de Inglaterra.
Fuente: Bancos centrales.

Los bancos centrales de Estados Unidos, la eurozona y el Reino Unido reiteraron que los cambios en la política monetaria dependerán de los datos económicos futuros. En línea con



ello, las expectativas sobre el inicio del ciclo de reducción de tasas se fueron modificando de acuerdo con la publicación de nuevos datos de actividad, empleo y precios, entre otros indicadores.

Así, al cierre del presente Reporte de Inflación, se prevé que la Fed postergue hacia fines de año el inicio del ciclo de reducción de tasas. Esta percepción fue reafirmada en la reunión de junio donde la Fed revisó al alza su proyección de tasas para 2024-2025, en línea con las previsiones de una mayor inflación subyacente respecto a lo proyectado en marzo.

**Cuadro 5
PROYECCIONES DE LA FED***

	2024		2025		2026		Largo Plazo	
	Mar. 24	Jun. 24	Mar. 24	Jun. 24	Mar. 24	Jun. 24	Mar 24	Jun. 24
Crecimiento**	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo**	4,0	4,0	4,1	4,2	4,0	4,1	4,1	4,2
Inflación (PCE)**	2,4	2,6	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)**	2,6	2,8	2,2	2,3	2,0	2,0	-	-
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)***	4,6	5,1	3,9	4,1	3,1	3,1	2,6	2,8
Rango de tasas de interés (%)	4,4-5,4	4,9-5,4	2,6-5,4	2,9-5,4	2,4-4,9	2,4-4,9	2,4-3,8	2,4-3,8

* Incorpora 19 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.
 ** Las proyecciones de crecimiento e inflación corresponden al cuarto trimestre del año indicado frente al mismo periodo del año previo.
 La proyección de la tasa de desempleo es el promedio del cuarto trimestre del año indicado.
 *** La tasa de interés corresponde al punto medio de las tasas de referencia de la Fed.
 Fuente: FED.

Las principales economías de la región continuaron reduciendo en el periodo sus tasas de política monetaria, con excepción de México (que mantuvo su tasa, luego de disminuirla 25 pbs. durante marzo). Considerando la reducción de las expectativas inflacionarias, las tasas de interés reales muestran una relativa estabilidad para la mayoría de los países. Con estas reducciones en las tasas de interés nominales (125 puntos básicos en Chile, 50 puntos básicos en Colombia y Perú, y 25 puntos básicos en Brasil), el diferencial con respecto a las de Estados Unidos y otras economías desarrolladas, ha disminuido.

**Gráfico 16
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN LATINOAMÉRICA 2020-2024**
(En porcentaje)



Nota: Tasas reales en base a expectativas de inflación a 12 meses. Para Colombia y México, el último dato corresponde a mayo.
 Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

Perspectivas de la economía global

13. Luego de crecer 3,2 por ciento en 2023, se estima que la economía mundial registrará una tasa de expansión de 3,0 por ciento en 2024. Ello supone una revisión al alza respecto a lo estimado en marzo, debido al mejor desempeño esperado en Estados Unidos, donde se espera una desaceleración moderada, y en China donde el mayor crecimiento refleja los datos ejecutados y el impacto esperado de los estímulos económicos. Para 2025 se estima un crecimiento de 3,1 por ciento.

Cuadro 6
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

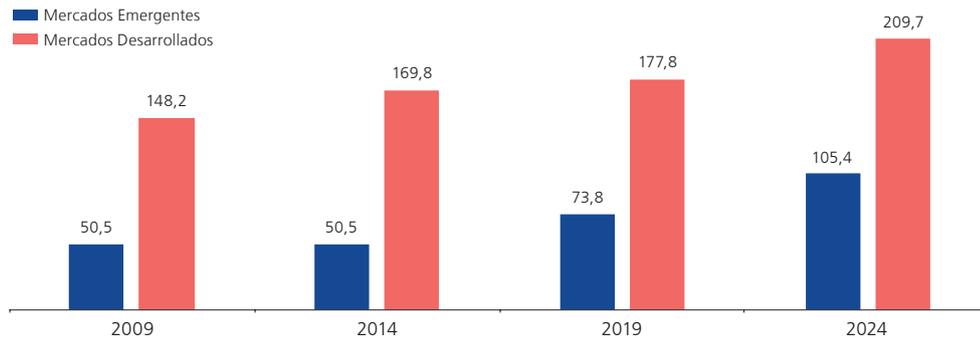
	PPP*	2023	2024		2025	
			RI Mar.	RI Jun.	RI Mar.	RI Jun.
Economías desarrolladas	41,1	1,6	1,4	1,6	1,8	1,8
De las cuales						
1. Estados Unidos	15,4	2,5	2,0	2,2	1,8	1,8
2. Eurozona	11,7	0,4	0,6	0,7	1,8	1,6
3. Japón	3,7	1,9	0,7	0,5	0,8	1,1
4. Reino Unido	2,2	0,1	0,3	0,5	1,2	1,2
5. Canadá	1,4	1,1	0,9	0,9	2,0	2,0
Economías en desarrollo	58,9	4,3	3,8	4,1	4,1	4,1
De las cuales						
1. China	18,8	5,2	4,6	5,0	4,3	4,4
2. India	7,5	7,8	6,2	6,8	6,2	6,5
3. Rusia	2,9	3,6	1,3	1,3	1,0	1,0
4. América Latina y el Caribe	7,3	2,3	1,5	1,7	2,5	2,5
Argentina	0,7	-1,6	-2,5	-3,0	3,5	3,5
Brasil	2,3	2,9	1,5	1,9	2,0	2,0
Chile	0,3	0,2	2,0	2,4	2,0	2,0
Colombia	0,6	0,6	1,6	1,2	3,0	2,7
México	1,9	3,2	2,0	2,4	2,0	2,0
Perú	0,3	-0,6	3,0	3,1	3,0	3,0
Economía Mundial	100,0	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1

* Base 2022.
Fuente: FMI, Consensus Forecast.

14. Aunque la probabilidad de una desaceleración brusca es reducida, persisten varios factores de riesgo reseñados en los últimos Reportes de Inflación:
- La persistencia de una alta inflación en el sector servicios puede retrasar la convergencia de la inflación hacia su meta y, en este sentido, puede postergar o moderar el ciclo de reducción de tasas, en particular en el caso de Estados Unidos.
 - Existe la posibilidad de episodios de turbulencia en el sistema bancario, en particular por la exposición de la banca al sector inmobiliario y a otros tipos de deuda (cuya morosidad ha seguido en aumento) y por los altos niveles de deuda privada en Estados Unidos y en varias de las principales economías (incluyendo China).



Gráfico 17
NIVEL DE DEUDA TOTAL
(Billones de USD, 1er trimestre de cada año)



Fuente: IIF.

- En el caso de Estados Unidos, las negociaciones sobre el límite de la deuda pública, prevista para inicios de 2025, podrían verse afectadas por los resultados de las elecciones presidenciales de noviembre. Ello podría generar presiones al alza en los rendimientos de las tasas de largo plazo considerando además las políticas fiscales expansivas y los niveles de deuda de Estados Unidos.
- La persistencia del conflicto en Ucrania y Rusia y en Medio Oriente suponen riesgos de que dichos conflictos escalen e incluso que se extiendan a otros países. Ello podría elevar significativamente la aversión y la confianza de consumidores e inversionistas, así como impactar en el precio del petróleo y de los granos.

Adicionalmente, estos conflictos podrían renovar las presiones sobre los costos de transporte por búsquedas de rutas alternas al canal de Suez o generar interrupciones en el mercado de contenedores.

- Las tensiones comerciales, en particular entre China y Estados Unidos, pueden afectar el comercio global, en especial en el caso de productos de alta tecnología, como los semiconductores. En abril Estados Unidos aumentó los aranceles a algunos productos provenientes de China como el acero, aluminio, semiconductores y vehículos eléctricos.

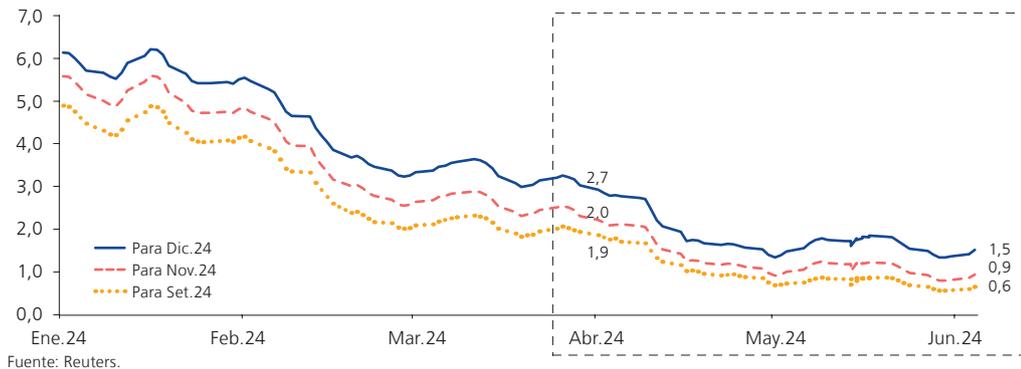
Mercados financieros internacionales

15. Desde el último Reporte, los mercados financieros estuvieron fuertemente influenciados por los constantes cambios en las expectativas en torno al inicio, y a la magnitud, del ciclo de reducción de tasas de interés por parte de la Fed.

A inicios del segundo trimestre, persistió la evidencia de que la actividad económica y el mercado laboral se mantenían sólidos, en tanto que la inflación pausó su tendencia a la baja. Ello se tradujo en expectativas de que se aplase el inicio del ciclo de recorte de tasas de interés de mediados a finales de año.

De esta forma, el mercado de futuros internalizó menos recortes de tasas de interés de la Fed en lo que va del trimestre: en marzo se internalizó que, hasta la reunión de setiembre, se realizarían cerca de 2 recortes de tasas de interés de 25 pbs. cada uno; y, hasta la reunión de diciembre, un poco menos de 3 recortes de 25 pbs. cada uno.

Gráfico 18
NÚMERO ESPERADO DE RECORTES DE TASAS DE LA FED EN 25 PBS.
 (Acumulado en base al promedio de los últimos 5 días)



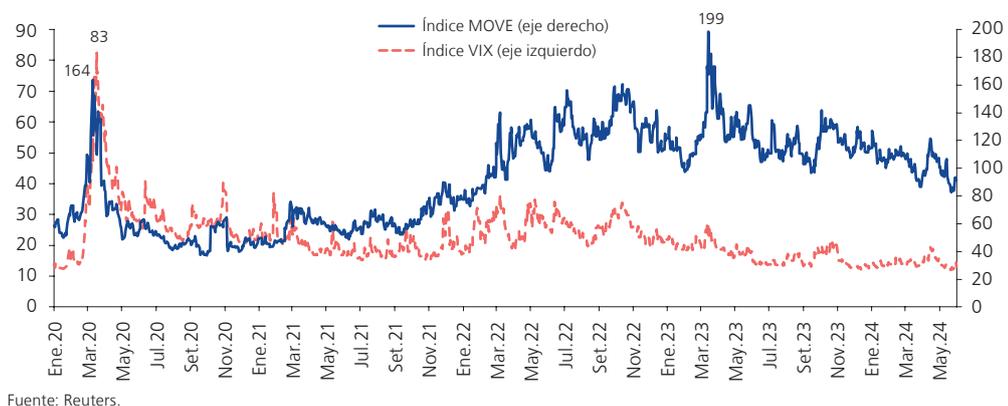
Los indicadores económicos más resilientes de Estados Unidos a inicios del trimestre actual, sumados a la difusión de resultados corporativos positivos del primer trimestre de 2024, se tradujeron en una nueva tendencia al alza de las acciones a nivel global.

De esta forma, los principales índices bursátiles globales alcanzaron nuevos niveles históricos hacia mayo. La corrección posterior se explica por la toma de ganancias en un escenario de incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación y de las tasas de interés de la Fed. A ello se sumaron el acrecentamiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y entre Rusia y Ucrania.

Por otro lado, los rendimientos de los bonos soberanos se incrementaron, en la mayoría de los casos, afectados por los temores de que se posterguen los recortes de tasas de interés en Estados Unidos. En cambio, el dólar mostró retrocesos frente al euro y la libra principalmente por la recuperación de la actividad económica en Europa, pero se apreció frente al yen producto de las divergencias entre las posturas monetarias de la Fed y el BoJ.

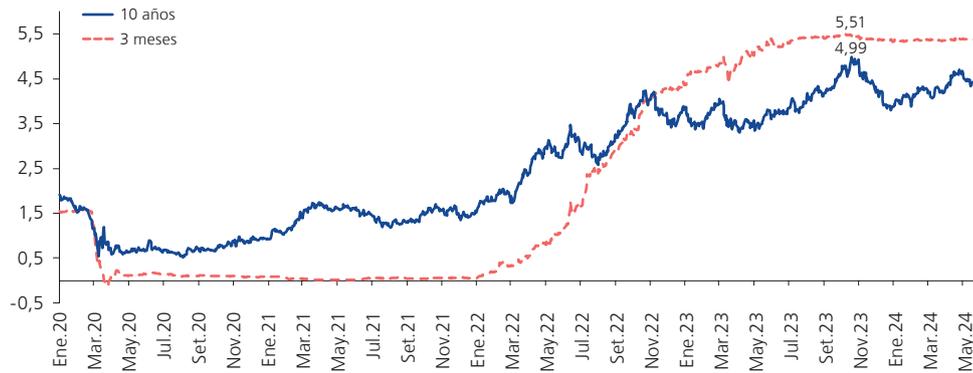
- Estos desarrollos se reflejaron en una moderación del apetito por riesgo. El índice VIX (volatilidad bursátil de Estados Unidos), luego de alcanzar un máximo de 19,2 puntos a mediados de abril, se redujo a niveles similares a los observados a fines de marzo (13,0 puntos). El MOVE, que mide la volatilidad del mercado de bonos americanos, se incrementó de 86,4 al cierre de marzo a 91,1 puntos a fines de mayo, saltando hasta los 121,2 puntos.

Gráfico 19
ÍNDICES DE VOLATILIDAD: VIX (BOLSA DE EUA) Y
MOVE (RENDIMIENTOS SOBERANOS DE EUA)



17. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de Estados Unidos aumentaron tras la resiliencia de la economía americana a inicios del actual trimestre, la pausa en el proceso de caída de la inflación y la postura de la Fed a favor de retrasar el ciclo de recorte de tasas de interés.

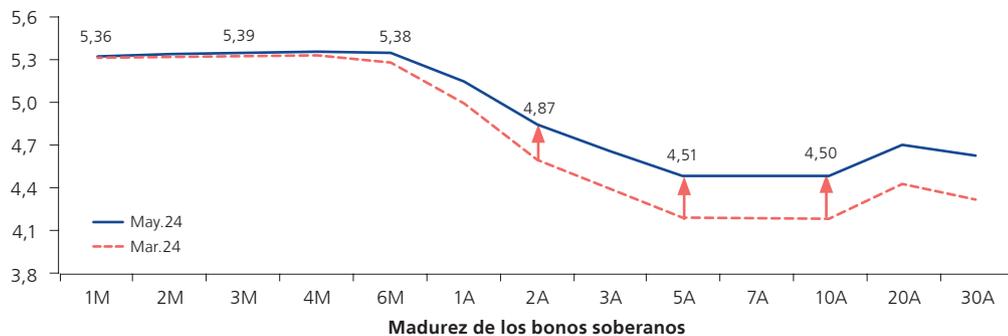
Gráfico 20
RENDIMIENTOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS
 (En porcentaje)



Fuente: Reuters.

A estos factores se sumaron las mayores emisiones de deuda del Tesoro de Estados Unidos para cubrir los crecientes déficits fiscales y la continuidad del recorte del tamaño de balance de la Fed. Los rendimientos que más subieron fueron los de tramos largos como el de 10 años, el cual se incrementó 30 pbs. en lo que va del periodo y alcanzó el nivel de 4,50 por ciento.

Gráfico 21
CURVA DE RENDIMIENTOS SOBERANOS DE EUA
 (En porcentaje)



Fuente: Reuters.

En Europa, los rendimientos igualmente aumentaron ante la mejora de la actividad económica luego de que varios países experimentaron recesiones durante el segundo semestre de 2023. Asimismo, China lanzó nuevos estímulos para impulsar al sector inmobiliario y demás industrias.

Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
 (En porcentajes)

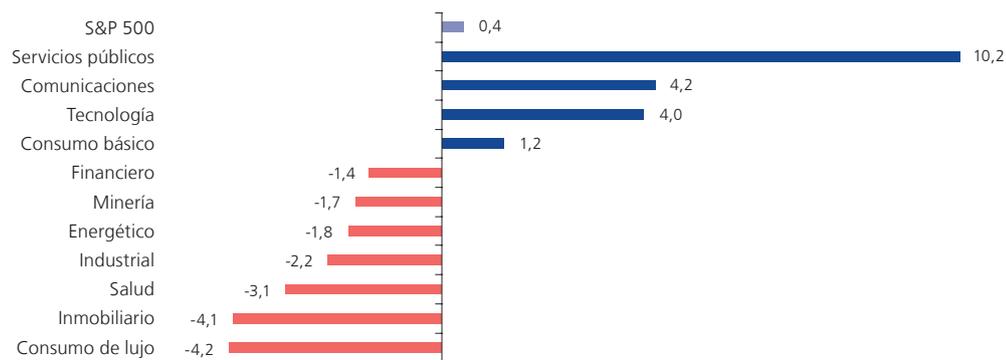
	Dic.23 (a)	Mar.24 (b)	May.24 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	3,88	4,20	4,50	30	62
Alemania	2,02	2,30	2,66	37	64
Francia	2,56	2,81	3,14	33	58
Italia	3,69	3,68	3,98	30	29
España	2,98	3,16	3,39	23	41
Grecia	3,05	3,38	3,67	30	62
Reino Unido	3,53	3,93	4,32	39	79
Japón	0,61	0,72	1,06	34	46
Brasil	10,37	11,09	11,89	79	152
Colombia	9,96	10,18	11,00	83	105
Chile	5,40	5,75	5,90	15	50
México	8,94	9,27	9,75	49	82
Perú	6,68	7,35	7,07	-27	39
Sudáfrica	11,37	12,28	12,22	-6	85
India	7,17	7,06	6,98	-8	-20
Turquía	23,66	24,23	25,49	126	183
Rusia	10,95	12,31	14,08	177	313
China	2,56	2,30	2,32	2	-24
Corea del Sur	3,18	3,40	3,58	18	41
Indonesia	6,45	6,69	6,91	22	46
Tailandia	2,68	2,50	2,81	31	14
Malasia	3,73	3,85	3,89	4	16
Filipinas	5,94	6,22	6,54	32	60

* Elaborado al 31 de mayo del 2024.
 Fuente: Reuters.

18. En los **mercados de renta variable**, las bolsas de Estados Unidos avanzaron a inicios del segundo trimestre impulsadas por los resultados corporativos positivos y resiliencia de la economía. A nivel de sectores, las acciones de servicios públicos, comunicaciones y tecnología son las que más subieron, resaltando las últimas acciones por las expectativas optimistas en torno al desarrollo de la inteligencia artificial. De esta forma, el S&P 500 volvió a tocar niveles récord durante el mes de mayo.

Posteriormente, esta tendencia al alza se limitó por toma de ganancias, la incertidumbre en torno a la evolución de la inflación (y por lo tanto de las tasas de interés de la Fed). Las acciones de consumo de lujo, inmobiliarias y de salud fueron las más afectadas por esta corrección.

Gráfico 22
DESEMPEÑOS DE LOS SECTORES DEL ÍNDICE BURSÁTIL S&P 500: MAY.24/MAR.24
 (En porcentaje)



Fuente: Reuters.



En paralelo, las bolsas europeas también subieron, al igual que diversas bolsas en Asia. De esta forma, los índices bursátiles Euro Stoxx 600 (Europa) y Nikkei 225 (Japón) también alcanzaron nuevos niveles récord. En el caso de Japón, el Nikkei sobrepasó el nivel máximo de diciembre de 1989, en medio de la depreciación del yen (que favorece a las empresas exportadoras), bajos costos de financiamiento e incremento en los precios (que permite mantener sus márgenes de ganancia).

Gráfico 23
ÍNDICES BURSÁTILES



Fuente: Reuters.

De igual forma, ciertas bolsas de América Latina cotizaron al alza, beneficiadas por el ciclo de reducción de las tasas de interés en varias economías y los altos precios de la mayoría de *commodities*. Cabe señalar que el índice bursátil de Argentina se incrementó 36 por ciento ante algunos avances en las propuestas de reformas del nuevo gobierno y las expectativas de nuevos desembolsos en el marco del acuerdo que se viene negociando con el FMI.

Cuadro 8
BOLSAS MUNDIALES*
(En índices)

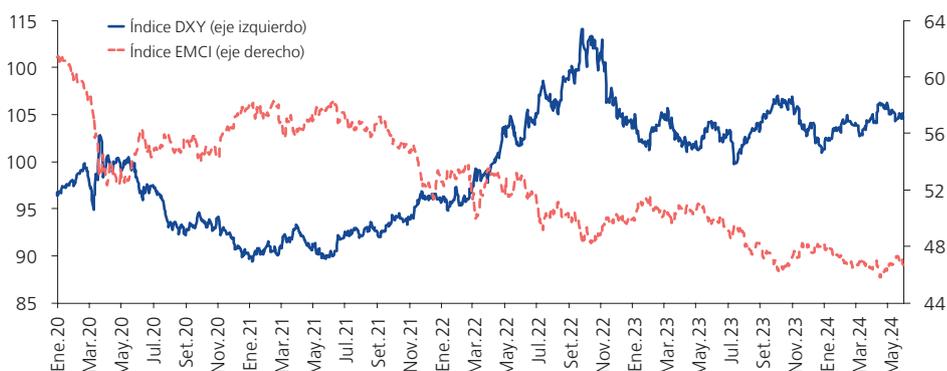
		Dic.23 (a)	Mar.24 (b)	May.24 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	12,45	13,01	12,92	-0,1	0,5
Estados Unidos	Dow Jones	37 690	39 807	38 686	-2,8	2,6
Estados Unidos	S&P 500	4 770	5 254	5 278	0,4	10,6
Estados Unidos	Nasdaq	15 011	16 379	16 735	2,2	11,5
Alemania	DAX	16 752	18 492	18 498	0,0	10,4
Francia	CAC 40	7 543	8 206	7 993	-2,6	6,0
Italia	FTSE MIB	30 352	34 750	34 492	-0,7	13,6
España	IBEX 35	10 102	11 075	11 322	2,2	12,1
Grecia	ASE	1 293	1 422	1 432	0,7	10,7
Reino Unido	FTSE 100	7 733	7 953	8 275	4,1	7,0
Japón	Nikkei 225	33 464	40 369	38 488	-4,7	15,0
Brasil	Ibovespa	134 185	128 106	122 098	-4,7	-9,0
Colombia	COLCAP	1 195	1 333	1 400	5,0	17,1
Chile	IPSA	6 198	6 644	6 633	-0,2	7,0
México	IPC	57 386	57 369	55 179	-3,8	-3,8
Argentina	Merval	929 704	1 213 485	1 651 417	36,1	77,6
Perú	Ind. Gral.	25 960	28 367	30 220	6,5	16,4
Sudáfrica	JSE	76 893	74 536	76 704	2,9	-0,2
India	Nifty 50	21 731	22 327	22 531	0,9	3,7
Turquía	XU100	7 470	9 142	10 400	13,8	39,2
Rusia	RTS	1 083	1 137	1 126	-1,0	-3,9
China	Shangai C.	2 975	3 041	3 087	1,5	3,8
Corea Del Sur	KOSPI	2 655	2 747	2 637	-4,0	-0,7
Indonesia	JCI	7 273	7 289	6 971	-4,4	-4,2
Tailandia	SET	1 416	1 378	1 346	-2,3	-5,0
Malasia	KLCI	1 455	1 536	1 597	3,9	9,8
Filipinas	Psei	6 450	6 904	6 433	-6,8	-0,3

* Elaborado al 31 de mayo del 2024.

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

19. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se depreció frente al euro y la libra, en particular desde mayo, ante la moderación de la actividad económica de Estados Unidos y la mejora de las perspectivas en Europa. En cambio, el dólar se apreció frente al yen por divergencias en las posturas monetarias de la Fed y BoJ, que generó especulaciones de que el gobierno japonés intervino en el mercado cambiario para evitar cambios abruptos en las divisas. La alta incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación de Estados Unidos generó elevada volatilidad en los mercados cambiarios.

Gráfico 24
ÍNDICES DE MONEDAS: DXY* (DIVISAS FRENTE AL DÓLAR) Y EMCI (MONEDAS EMERGENTES FRENTE AL DÓLAR)**



* Un aumento (caída) del índice DXY implica una apreciación (depreciación) del dólar estadounidense frente a las divisas.
** Un aumento (caída) del índice EMCI implica una apreciación (depreciación) del dólar estadounidense frente a las monedas emergentes.
Fuente: Reuters, JP Morgan.

A nivel global, diversas monedas emergentes se depreciaron frente al dólar. A pesar de ello, se destaca la apreciación del peso chileno en la región de América Latina, apoyado por el fuerte avance del cobre a niveles históricos y un proceso más lento de recorte de tasas de interés locales respecto al anteriormente previsto (debido a la evolución reciente de la inflación).

Cuadro 9
TIPOS DE CAMBIO*

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

		Dic.23 (a)	Mar.24 (b)	May.24 (c)	Var. % **	
					(c) / (b)	(c) / (a)
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	101,33	104,55	104,67	0,1	3,3
Euro	Euro	1,104	1,079	1,084	0,4	-1,8
Reino Unido	Libra	1,273	1,262	1,274	0,9	0,1
Japón	Yen	141,06	151,31	157,31	4,0	11,5
Brasil	Real	4,852	5,015	5,244	4,6	8,1
Colombia	Peso	3 873	3 857	3 855	0,0	-0,5
Chile	Peso	881	979	918	-6,2	4,3
México	Peso	16,95	16,53	16,99	2,8	0,2
Argentina	Peso	808,45	857,49	895,50	4,4	10,8
Perú	Sol	3,707	3,718	3,726	0,2	0,5
Sudáfrica	Rand	18,28	18,92	18,81	-0,6	2,9
India	Rupia	83,19	83,35	83,42	0,1	0,3
Turquía	Lira	29,48	32,35	32,23	-0,4	9,3
Rusia	Rublo	89,25	92,57	90,38	-2,4	1,3
China	Yuan (onshore)	7,098	7,220	7,242	0,3	2,0
Corea Del Sur	Won	1 294	1 345	1 382	2,7	6,7
Indonesia	Rupia	15 395	15 850	16 245	2,5	5,5
Tailandia	Bath	34,35	36,37	36,77	1,1	7,0
Malasia	Ringgit	4,590	4,723	4,704	-0,4	2,5
Filipinas	Peso	55,39	56,16	58,58	4,3	5,8

* Elaborado al 31 de mayo del 2024.

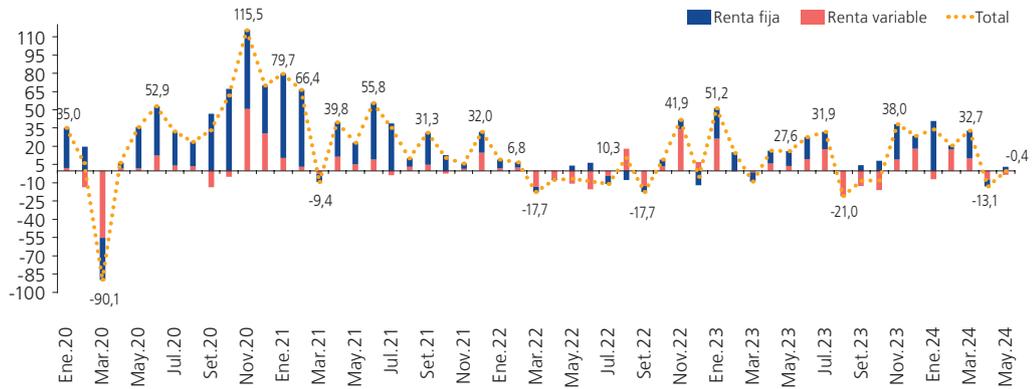
** Un aumento (caída) implica una apreciación (depreciación) del dólar, excepto en el euro y la libra.

*** 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.



La depreciación de las monedas emergentes se dio en un contexto de salida de capitales durante abril y mayo. Este comportamiento—que dista de los considerables ingresos de capitales vistos durante los dos trimestres previos—se explica en parte por los cambios en las expectativas en torno a las tasas de interés de la Fed.

Gráfico 25
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de USD)



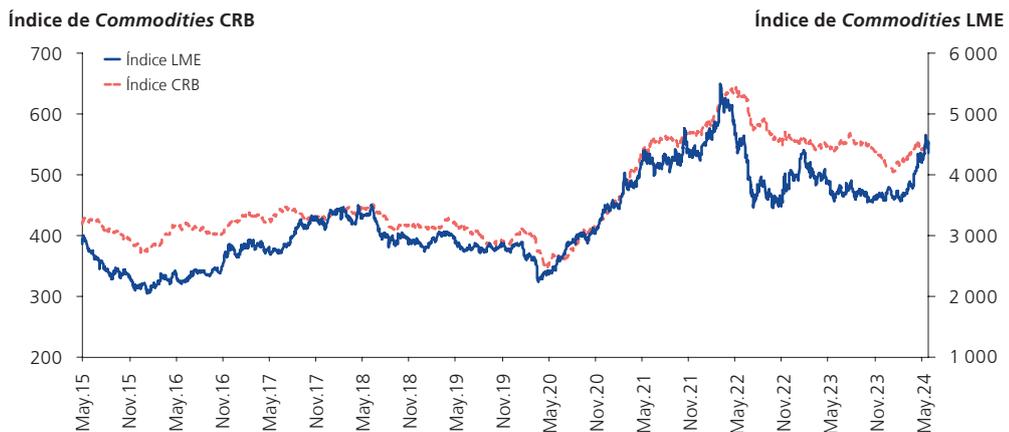
Nota: los datos positivos (negativos) implican una entrada (salida) neta de capitales a mercados emergentes. Los datos de abril y mayo son estimados.
Fuente: IIF.

Precios de los *commodities*

20. Los **metales industriales** aumentaron de manera importante desde la publicación del Reporte de Inflación anterior. Este aumento se ha sustentado en las perspectivas de una mayor demanda de minerales críticos para la transición energética, que compensa la menor demanda de las industrias convencionales.

Por el lado de la oferta, en varios metales se observa una producción ajustada afectada por la escasez de concentrados. A ello se suman las recientes sanciones impuestas por el Reino Unido y Estados Unidos a los suministros de cobre y otros metales provenientes de Rusia.

Gráfico 26
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB



Fuente: Reuters.

Por su parte, la cotización del **petróleo** disminuyó por un mercado bien abastecido en ausencia de interrupciones significativas de la producción asociadas a los conflictos en el mar Negro y en Medio Oriente. No obstante, en el horizonte de proyección se espera un mercado más ajustado, considerando el menor crecimiento en la producción de Estados Unidos y un incremento de la demanda mundial (en particular de las economías desarrolladas).

Cobre

- La cotización promedio del cobre se incrementó 17 por ciento en los últimos dos meses, al pasar de USD/lb. 3,94 en marzo a USD/lb.4,59 en mayo de 2024. Con ello, la cotización del cobre acumuló un incremento de 20 por ciento respecto a diciembre de 2023.

La cotización del cobre alcanzó un nivel máximo histórico en la Bolsa de Metales de Londres de USD/lb. 4,925 el 20 de mayo. El incremento de la cotización del cobre registrado en los últimos dos meses se sustentó en las perspectivas de menor oferta. Destacaron los anuncios tales como la paralización de las operaciones de la minera Panamá, el menor perfil de producción de la empresa Anglo American de Chile para 2024 y el anuncio de las principales fundiciones en China de recortar su producción entre 5 por ciento y 10 por ciento en 2024 debido a la escasez de concentrados.

Los temores de menor oferta fueron acompañados por señales de recuperación de la demanda, respaldada por la publicación de indicadores positivos de la industria global. La agenda de descarbonización mantiene un crecimiento de la demanda de cobre mayor al esperado, a pesar de que la política monetaria global restrictiva y la débil actividad de la construcción en China continúan afectando las perspectivas de demanda.

Las presiones sobre un mercado ajustado fueron exacerbadas por un aumento de posiciones no comerciales, en particular en el mercado norteamericano (Comex). La cantidad de contratos de compra neta no comerciales de cobre revirtió los persistentes valores negativos que mostró durante el último año.

Gráfico 27
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES

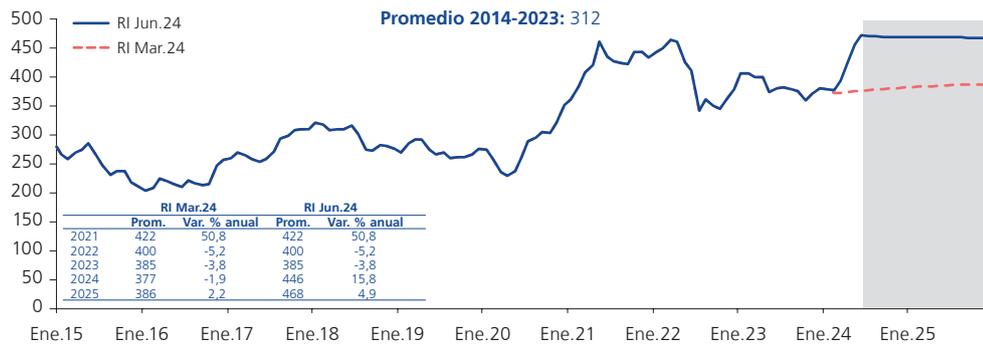


Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission)* constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes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



En este sentido, y en línea con los datos ejecutados, la proyección del precio del cobre se ha revisado al alza respecto a la estimación del Reporte de Inflación de marzo. Los precios proyectados, que se ubican por encima del promedio de los últimos diez años, asumen un mercado más ajustado al estimado previamente. Ello debido a las limitaciones de oferta en el horizonte de proyección y a una demanda sostenida proveniente de las industrias verdes.

Gráfico 28
COBRE: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

22. La cotización internacional promedio del zinc se incrementó a USD/lb. 1,34 en mayo de 2024, lo que equivale a un aumento de 20 por ciento en los últimos dos meses. Con ello, acumuló un incremento de 18 por ciento respecto a diciembre 2023.

La cotización del zinc aumentó por el deterioro de las perspectivas de oferta, debido a que varias fundiciones europeas están inactivas u operan a una capacidad reducida, debido a márgenes desfavorables. Además, la actividad de refinación ha sido afectada por la escasez de concentrados.

Gráfico 29
ZINC: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Respecto al mercado de concentrados, los indicadores de alta frecuencia sugirieron un modesto crecimiento de la oferta de las minas de zinc: las recientes interrupciones de las operaciones mineras en Sudáfrica y Perú—que se suman a una menor producción estimada en 500 000 toneladas durante 2023 debido a los bajos precios— están aumentando la escasez a corto plazo.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio del zinc y se estima que la escasez de oferta se iría normalizando conforme se expandan la capacidad de refinación (en línea con los menores precios de la energía) y se regularice la disponibilidad de concentrados (tanto por nuevas minas como por el reinicio de la actividad en otras).

Oro

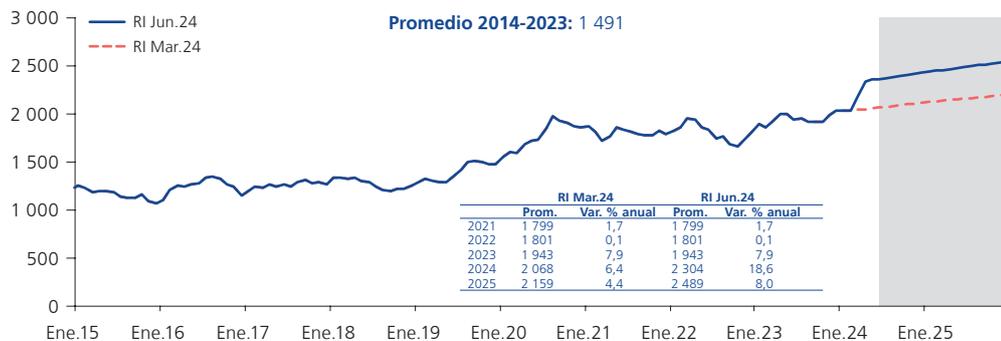
- 23. La cotización promedio del oro aumentó 8 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando un nivel de USD/oz.tr. 2 351 en mayo de 2024. Con ello, acumuló un incremento de 15 por ciento respecto a diciembre de 2023.

En los últimos dos meses, la cotización del oro aumentó hasta alcanzar un máximo histórico de USD/oz.tr. 2 354 el 20 de mayo. Este incremento se asoció principalmente al aumento de la demanda por activos de refugio, causada por los riesgos geopolíticos globales (como la ofensiva de Israel en Gaza, los ataques de Irán contra Israel y las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China). Además, la demanda física de joyas de oro está creciendo en 2024, luego de dos años de contracción.

El incremento del precio del oro se produjo a pesar de las expectativas de que las tasas de interés de los principales bancos centrales se mantengan elevadas por más tiempo que el inicialmente esperado.

En línea con los datos ejecutados, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de marzo. Esta revisión recoge el incremento de los riesgos geopolíticos y las expectativas de una relativa estabilidad del dólar (luego de la fuerte apreciación observada durante la mayor parte de 2021-2023).

Gráfico 30
ORO: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.



Gas

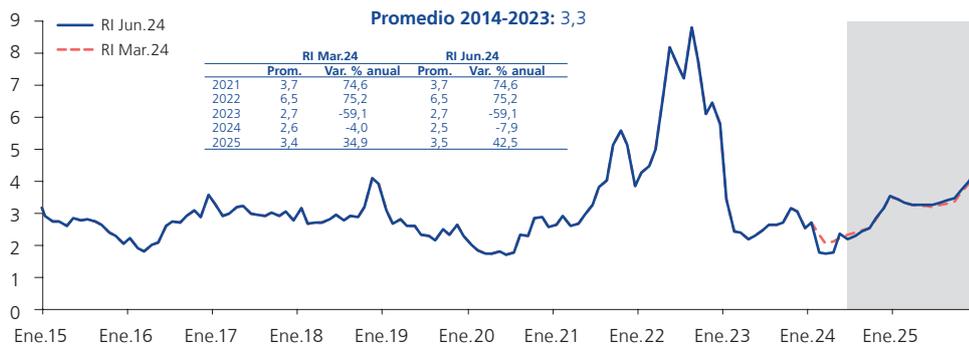
24. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **gas natural Henry Hub** aumentó 42 por ciento. Sin embargo, esta cotización disminuyó 16 por ciento respecto a diciembre de 2023. Por su parte, la cotización correspondiente al mercado de Europa (UK BNP) se incrementó en 24 por ciento en los últimos dos meses, pero disminuyó 21 por ciento respecto a diciembre de 2023. Al igual que lo señalado en los anteriores Reportes de Inflación, los precios en el mercado de Europa se mantienen por encima de la cotización del gas natural Henry Hub.

El aumento de la cotización del gas natural Henry Hub se debe a la disminución de la producción debido a los retrasos en la terminación de pozos que redujeron las operaciones de perforación. Además, se registraron mayores flujos de gas natural hacia las plantas de licuefacción para aumentar las exportaciones de gas natural licuado (GNL), en particular con el reinicio de las operaciones de la planta de Freeport en Estados Unidos. La mayor disponibilidad de gas natural licuado (para la exportación) reduce la disponibilidad de gas natural para el mercado doméstico de Estados Unidos.

En el mismo sentido, la **cotización del gas en Europa** aumentó por una oferta menor a la esperada debido a los recortes de producción en Noruega por mantenimientos. Noruega ha reemplazado a Rusia como el principal proveedor de gas a Europa. A ello se ha sumado la disminución intermitente en la generación de energía eólica, lo que ha provocado una mayor demanda de gas para la producción de electricidad. El alza es limitada por los elevados inventarios, tanto en Europa como en Estados Unidos, que permanecen en niveles históricamente elevados.

Para el horizonte de proyección, el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado ligeramente a la baja para 2024, ante el crecimiento de la oferta de Australia y Qatar y los elevados inventarios. Aunque se espera que, luego de dos años de contracción, la demanda mundial de gas natural se recupere, la debilidad persistente en la demanda en Europa y Asia limitará los aumentos significativos en los precios. Sin embargo, la decisión de Estados Unidos de restringir el aumento en la capacidad de producción de GNL para exportación proporcionará cierto respaldo a los precios.

Gráfico 31
GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

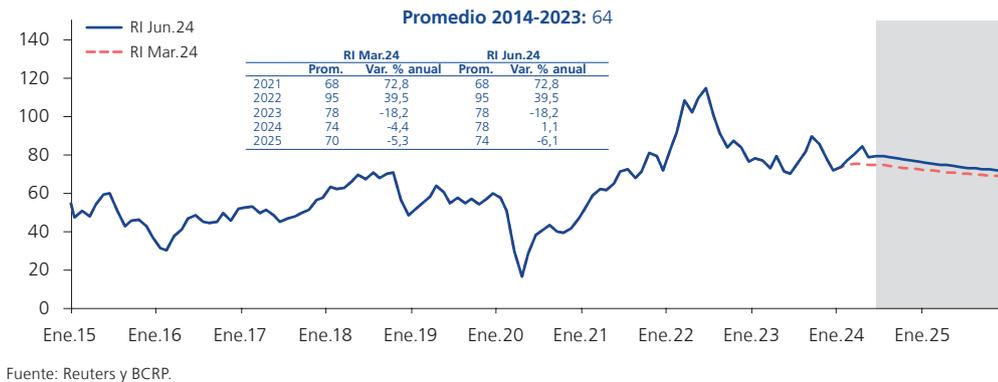
Petróleo

- 25. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **petróleo WTI** se redujo en 3 por ciento (pasó de USD/bl. 81 en marzo a USD/bl. 79 en mayo de 2024). No obstante, acumuló un incremento de 9 por ciento respecto a diciembre de 2023.

La caída de la cotización del petróleo en los últimos dos meses se explicó por el incremento de inventarios, principalmente en China y Estados Unidos, lo que reflejó un mercado bien abastecido. En este periodo, se observó una menor preocupación respecto a la oferta mundial debido a que los conflictos geopolíticos en Medio Oriente no han afectado el suministro de petróleo. Además, la Agencia Internacional de Energía reportó que la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP, excluyendo a Rusia, continuará creciendo este año. En el mismo sentido, Rusia continuó exportando crudo en niveles muy por encima de lo comprometido en el marco de la OPEP+, ante la paralización parcial de algunas refinerías atacadas por Ucrania. Estas presiones a la baja se producen en un contexto de elevada capacidad ociosa de los países de la OPEP debido a los recortes de producción.

Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se ha revisado al alza, ante las perspectivas de que la demanda continúe en niveles récord y que el crecimiento de la oferta se vea limitada por las restricciones de producción en Estados Unidos y la extensión de los recortes por parte de la OPEP+. Además, el gobierno de Estados Unidos continuaría reponiendo sus reservas estratégicas, lo que generaría mayores presiones al alza. Los riesgos principales se centran en los temores de una posible interrupción en la oferta provocada por un incremento en las tensiones en Medio Oriente, así como en nuevas decisiones de la OPEP+.

Gráfico 32
PETRÓLEO WTI: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
(USD/bl)



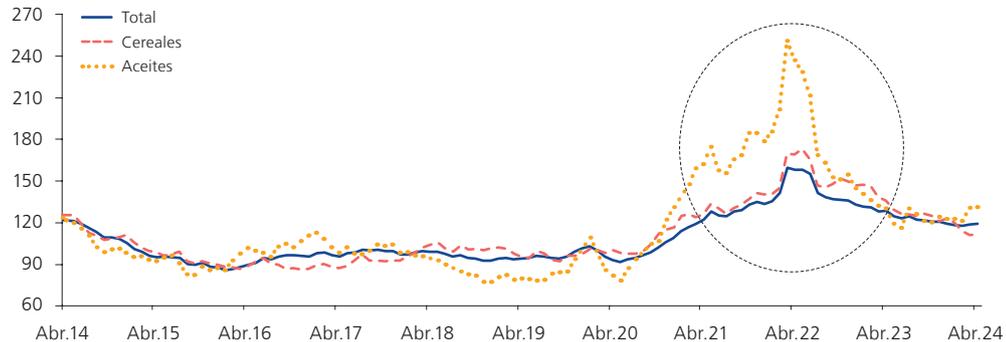
Alimentos

- 26. Los precios de los cereales aumentaron, revirtiendo parcialmente la tendencia a la baja del primer trimestre, debido principalmente al deterioro en las perspectivas de oferta. Por el contrario, la cotización del aceite de soya continuó disminuyendo en los últimos dos meses como consecuencia de un incremento en la producción en Estados Unidos y la desaceleración de la demanda por biodiésel.



De acuerdo con el índice de la FAO –que comprende cereales, azúcar, aceite, carnes y productos lácteos– los precios de los alimentos aumentaron 1,4 por ciento en abril respecto a febrero, revirtiendo la caída del primer bimestre. El incremento de los precios de los cereales contrarrestó la caída en el precio de los aceites vegetales.

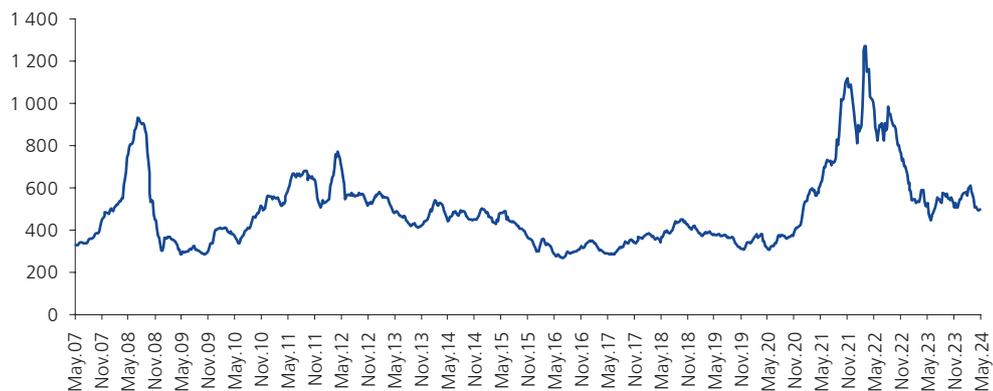
Gráfico 33
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO*
(Base 2014 - 2016 = 100)



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

El alza en los precios de los alimentos está limitada por los menores costos de los fertilizantes con respecto a la campaña anterior. Sin embargo, los costos de producción continúan siendo altos en comparación con los registrados en años anteriores y podrían poner un piso a la reducción de los precios.

Gráfico 34
ÍNDICE DE PRECIO DE FERTILIZANTES DE GREEN MARKETS NORTH AMERICA
(Índice, 07-ene-2002=100)



Fuente: Reuters.

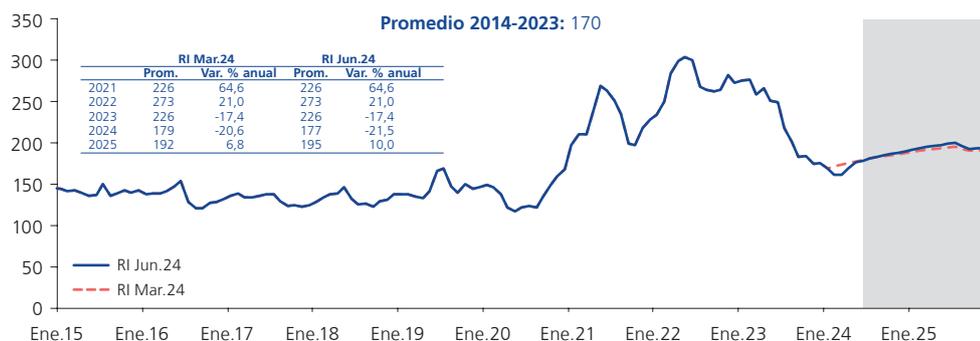
- (a) El precio del **maíz** se incrementó en 9 por ciento en los últimos dos meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de USD/TM 176 en mayo de 2024. Con ello, la cotización del maíz acumuló un alza de 2 por ciento respecto a diciembre de 2023.

El precio del maíz se incrementó en los últimos dos meses por una oferta menor a la esperada, debido al deterioro de las perspectivas de producción en Argentina (presencia

de una plaga que reduce el rendimiento de la cosecha) y la ausencia estacional de Brasil hasta el ingreso de la segunda cosecha. Además, se reportaron menores exportaciones de maíz de Ucrania en lo que va del ciclo 2023/2024, afectada por los recientes ataques a la infraestructura marítima y ferroviarias. Sin embargo, el mercado estadounidense continúa bien abastecido, lo que se refleja en los estimados de que los inventarios se incrementen en la temporada actual 2023/2024, a un máximo de cinco años.

La abundancia de oferta y la intensa competencia mantienen la presión a la baja en la cotización del maíz. En este contexto, las proyecciones se mantienen relativamente estables en el horizonte de proyección por las perspectivas de una mayor producción en Brasil y China para la campaña 2024/2025. Esta proyección tiene como riesgo principal el clima en Sudamérica y el posible impacto de un Fenómeno La Niña, en especial en caso se prolongue más allá de 2024

Gráfico 35
MAÍZ: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
 (USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** se incrementó en 16 por ciento y alcanza un nivel de USD/TM 264 en mayo de 2024. Con ello, revierte la caída de los primeros meses del año y acumula un aumento de 6 por ciento respecto a diciembre de 2023.

La cotización del trigo aumentó en los últimos dos meses por el deterioro de las perspectivas de oferta en el hemisferio norte de la temporada 2024/2025, principalmente en Europa y Rusia, por un clima más adverso que lo esperado. Estos recortes elevaron la incertidumbre sobre los excedentes de exportación, lo cual impulsó a los fondos especulativos a cubrir las posiciones cortas netas acumuladas en los mercados de futuros de trigo en los últimos meses.

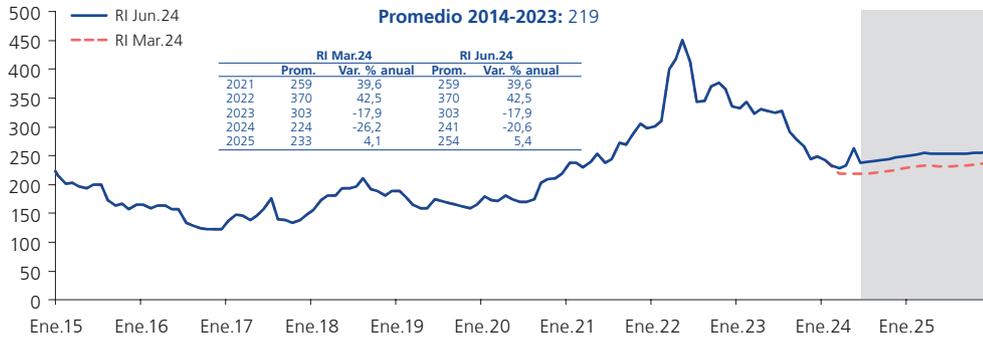
También apoyó este comportamiento las elevadas tensiones geopolíticas, vinculadas a la situación en el Mar Negro y Oriente Medio. La menor oferta coincidió con los mayores temores de que India tenga que importar trigo, donde las reservas estratégicas de trigo cayeron a su volumen más bajo en 16 años.

El precio del trigo proyectado se revisa, dado que los riesgos continúan sesgados al alza. Los problemas logísticos y de transporte, como los relacionados con el transporte marítimo en el Mar Rojo antes mencionado, pueden interrumpir el flujo de trigo hacia los mercados internacionales. Al igual en el caso del maíz, el riesgo de un fenómeno de la Niña también introduce un riesgo al alza en el precio. Asimismo,



las decisiones políticas y comerciales de Rusia es otro factor de incertidumbre. Los impactos de estos factores podrían exacerbarse dado los bajos niveles de inventarios mundiales que se ubican en su menor nivel en cinco años.

Gráfico 36
TRIGO: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
 (USD/TM)



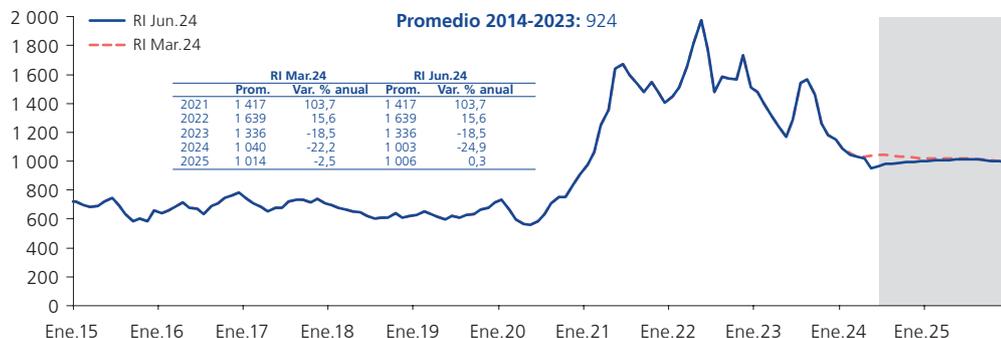
Nota: Corresponde a la primera posición de la cotización de la CBoT.
 Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió USD/TM 955 en mayo de 2024, menor en 7 por ciento respecto a la cotización de USD/TM 1 031 de marzo de 2024. Con ello, la cotización del aceite de soya acumuló una caída de 17 por ciento respecto a diciembre de 2023.

La cotización del aceite de soya continuó disminuyendo debido a los elevados inventarios en Estados Unidos, como consecuencia del crecimiento de la molienda de soya que alcanzó máximos históricos. Además, surgieron preocupaciones por un crecimiento más lento de lo esperado de la demanda de biodiésel en Estados Unidos. Este desbalance fue acompañado, además, por una mayor competencia estacional ante el ingreso de la cosecha de soya de Sudamérica, en particular de Brasil.

Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios coticen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Las principales fuentes de incertidumbre se relacionan con la variación del precio del petróleo, los cambios regulatorios sobre el uso de biocombustibles en Estados Unidos y los bajos niveles de inventarios globales.

Gráfico 37
ACEITE DE SOYA: ENERO 2015 - DICIEMBRE 2025
 (USD/TM)



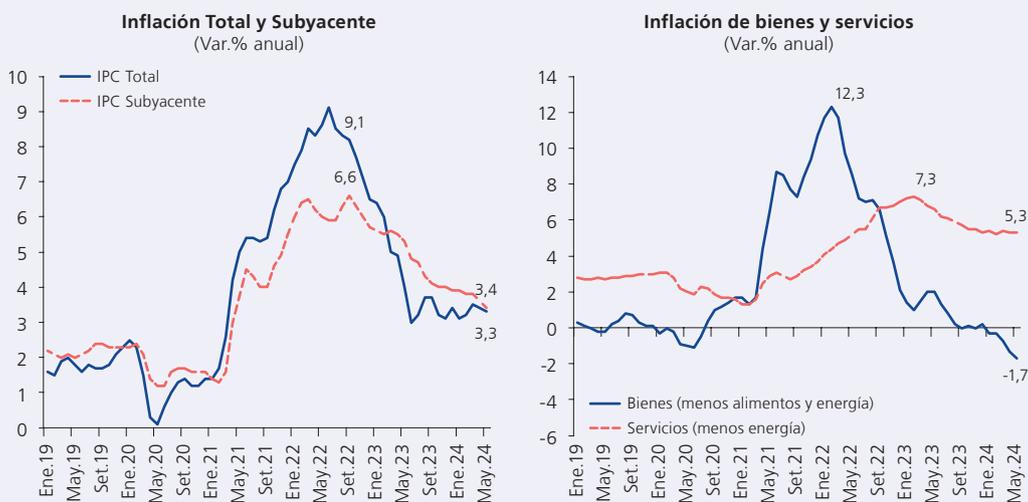
Fuente: Reuters y BCRP.

Recuadro 1 EPISODIOS DE ALZA EN LOS PRECIOS DE SERVICIOS EN ESTADOS UNIDOS, 1985-2024

En 2022 la inflación total y subyacente de Estados Unidos alcanzaron niveles no vistos en aproximadamente 40 años: 9,1 por ciento en junio y 6,6 por ciento en setiembre, respectivamente. Posteriormente, la inflación comenzó a reducirse, producto, entre otros factores, del ajuste de la política monetaria, la reversión de los choques de oferta y la disminución del ahorro excedente del sector privado.

Sin embargo, en los últimos meses, la inflación ha tenido reducciones sólo marginales que, a su vez, reflejan un comportamiento diferenciado entre los precios de los bienes y de los servicios. Los precios de los bienes (sin energía y alimentos) pasaron de un aumento máximo de 12,3 por ciento en febrero de 2022 a una caída de 1,7 por ciento en mayo de 2024, mientras que los precios de los servicios (sin energía) pasaron de 7,3 por ciento en febrero de 2023 a 5,3 por ciento en mayo de 2024.

EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

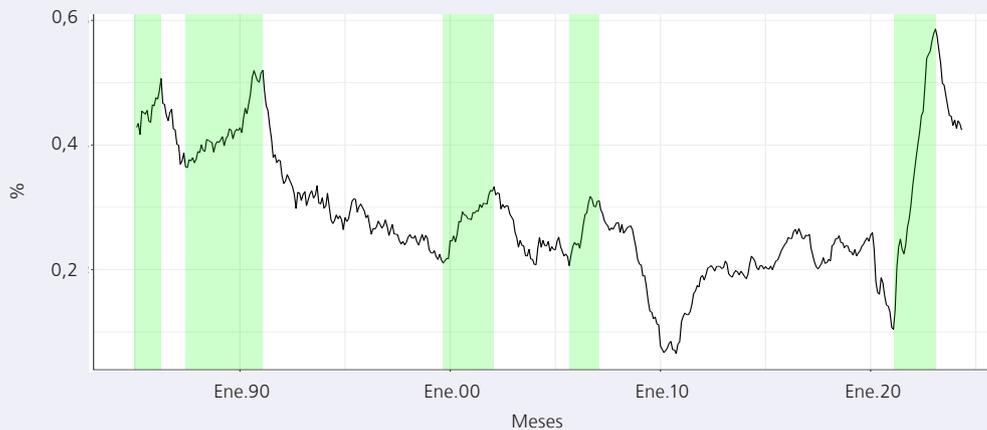
El presente Recuadro compara la dinámica actual en el precio de los servicios con otros episodios de alza durante el periodo 1985-2024. Los hechos estilizados muestran que, en el presente episodio, los precios de los servicios han tenido una variación máxima más alta y que la corrección de los últimos meses no revierte plenamente el alza, lo que dificulta la convergencia de la inflación hacia su meta de 2 por ciento. Cabe destacar que los servicios (sin energía) representan 61 por ciento de la canasta del IPC de Estados Unidos.

Identificación de los episodios de alza en los precios de servicios

El gráfico siguiente muestra la inflación de servicios desde 1985 hasta abril 2024. Para suavizar la serie y capturar la tendencia del último año, se presenta la inflación mensual como un promedio móvil de los últimos doce meses. En este periodo se identificaron 5 episodios de surgimiento de alzas persistentes en el precio de los servicios.



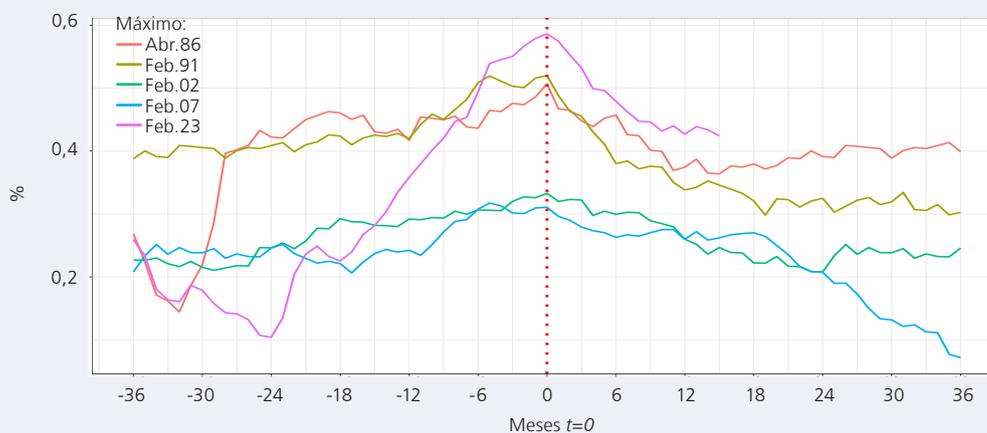
PRECIOS DE SERVICIOS (SIN ENERGÍA) PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

El siguiente gráfico compara estos episodios donde se considera como $t=0$ al momento en que la inflación mensual de servicios (sin energía) alcanza su nivel máximo. Se observa que el último episodio es el que registra un nivel más alto de inflación.

EPISODIOS DE INCREMENTOS SOSTENIDOS DE LOS PRECIOS DE SERVICIOS (SIN ENERGÍA) PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

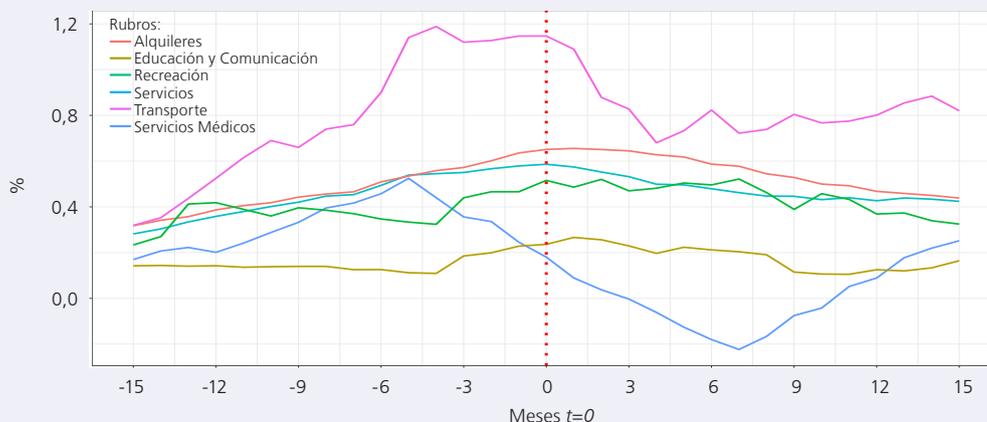
Para estos cinco episodios se muestran la duración, el alza máxima y el número de meses que demoró la inflación de servicios en regresar a los niveles previos. Se observa que el actual episodio tiene el mayor incremento y que, luego de 15 meses de alcanzar el nivel máximo, aún permanece por encima de los niveles y episodios previos.

Fecha	Duración	Alza máxima	Número de meses antes de que regrese a los niveles previos
Feb.85 - Abr.86	15 meses	0,51	7 meses
Jul.87 - Feb.91	44 meses	0,52	11 meses
Set.99 - Set.02	37 meses	0,30	16 meses
Set.05 - Set.07	25 meses	0,27	18 meses
Feb.21 - Feb.23	25 meses	0,59	-

Análisis por componentes:

El siguiente gráfico muestra la evolución comparada del presente episodio a nivel de varios rubros de servicios donde $t=0$ se refiere al nivel máximo alcanzado del rubro agregado de servicios en febrero de 2023. Destacan dos componentes: los **servicios de transporte** cuyos precios vienen aumentando por encima de los precios del sector y han mostrado las tasas crecientes en los últimos meses. Por su parte, los **servicios de alquiler** destacan por tener tasas mayores al promedio del sector, registrar una lenta reducción y por tener el mayor peso dentro de la canasta del IPC.

EVOLUCIÓN COMPARATIVA DE LOS PRECIOS DE RUBROS DE SERVICIOS PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

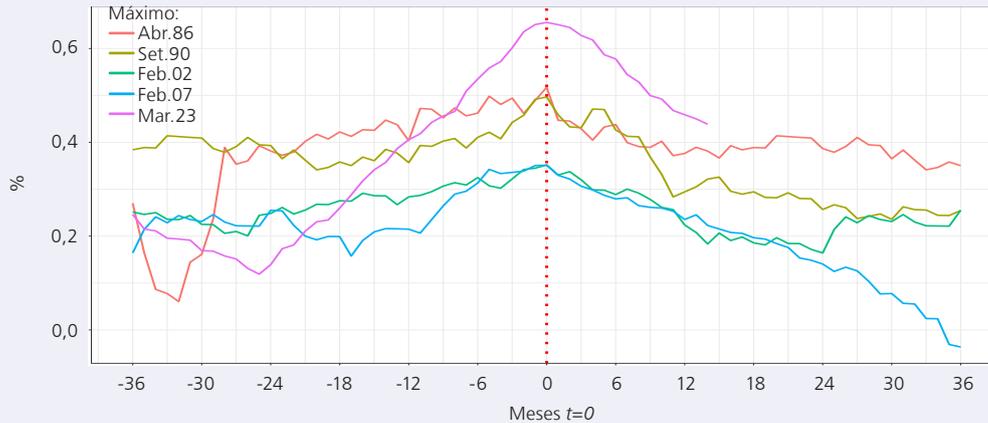
Los alquileres

Los alquileres (*shelter*) representan un 36,2 por ciento del IPC de EUA y, como se observa en el gráfico, su comportamiento refleja cierta resistencia a la baja. Así, comparando los episodios de alza sostenida mensual, indicando como $t=0$ el punto máximo alcanzado, se confirma que:

El último episodio de surgimiento de estos precios es el que registra una tasa más alta (0,66 por ciento). Catorce meses después de alcanzar este punto máximo, se ubica en 0,44 por ciento; lo que presenta una tasa mayor a la observada en los otros episodios y superior a las tasas mensuales de alrededor de 0,2 por ciento que se registraron a inicios de 2021.



EPISODIOS DE INCREMENTOS SOSTENIDOS DE LOS PRECIOS DE ALQUILERES, PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)



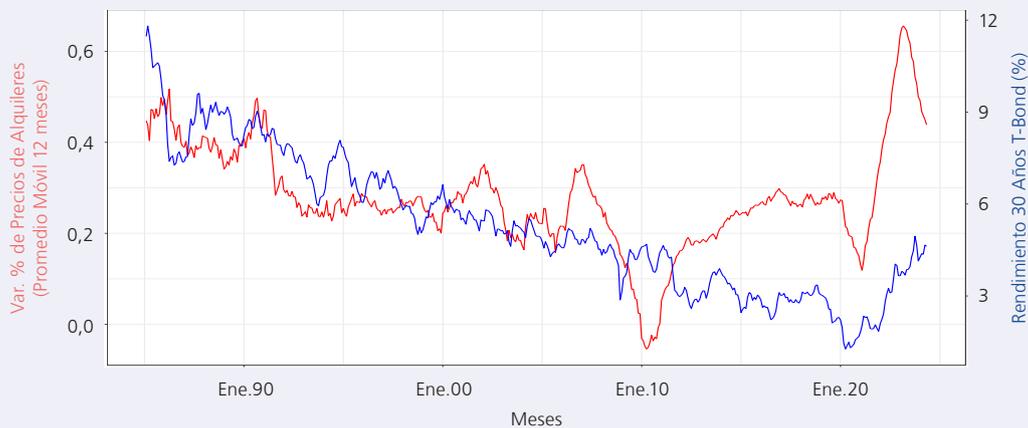
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Algunos determinantes en el precio de los alquileres

Los siguientes dos gráficos evalúan si, en un análisis de correlación simple, la inflación mensual de los alquileres (promedio móvil 12 meses) guarda relación con alguna variable relevante en el mercado inmobiliario.

- Alquileres y el rendimiento de los bonos a 30 años del Tesoro de Estados Unidos: Se parte del supuesto que, a mayores tasas de largo plazo, mayor sería el costo del crédito hipotecario y, por lo tanto, mayor la demanda por alquileres. El siguiente gráfico muestra cierta relación positiva entre ambas variables, sobre todo en los últimos 4 años (aunque con cierto nivel de rezago) donde la correlación alcanzó 0,63 significativo al 95 por ciento.

VARIACIÓN MENSUAL DE PRECIOS DE ALQUILERES Y RENDIMIENTOS BONOS DEL TESORO A 30 AÑOS (SERIES DESESTACIONALIZADAS)

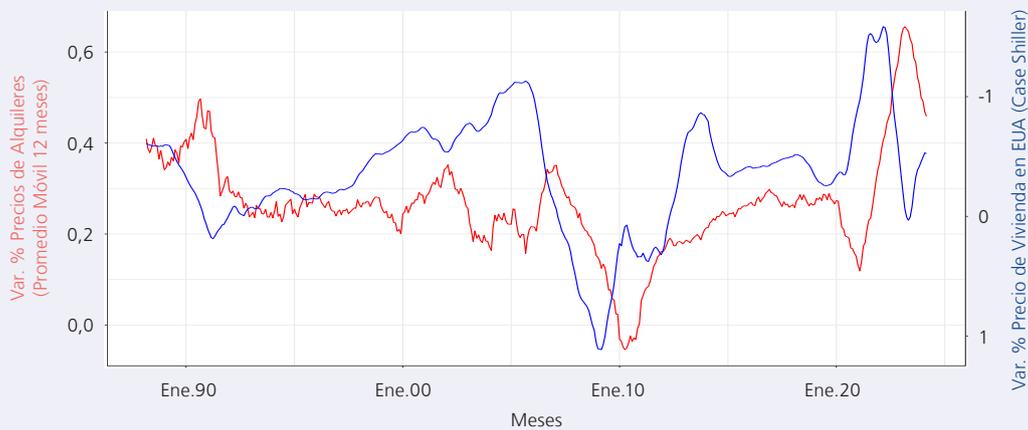


Fuente: Bureau of Labor Statistics y Federal Reserve Economic Data.

- Alquileres y el precio de la vivienda: hay dos canales a través de los cuales el precio de la vivienda afecta directamente al costo de alquileres:

- a. Como sucede con las tasas de interés, un mayor precio de la vivienda desincentiva la compra y genera incentivos a alquilar una vivienda.
- b. Por metodología, uno de los componentes de los alquileres (que representa el 75 por ciento de este rubro y, por lo tanto, el 27 por ciento de la inflación total) es la "renta imputada". Se define como renta imputada aquella renta que cobrarían aquellos que tienen una vivienda (aunque, en términos efectivos, no la alquilen). Si los precios de la vivienda caen, la renta imputada podría disminuir con cierto rezago conforme se renegocian los contratos de alquiler.

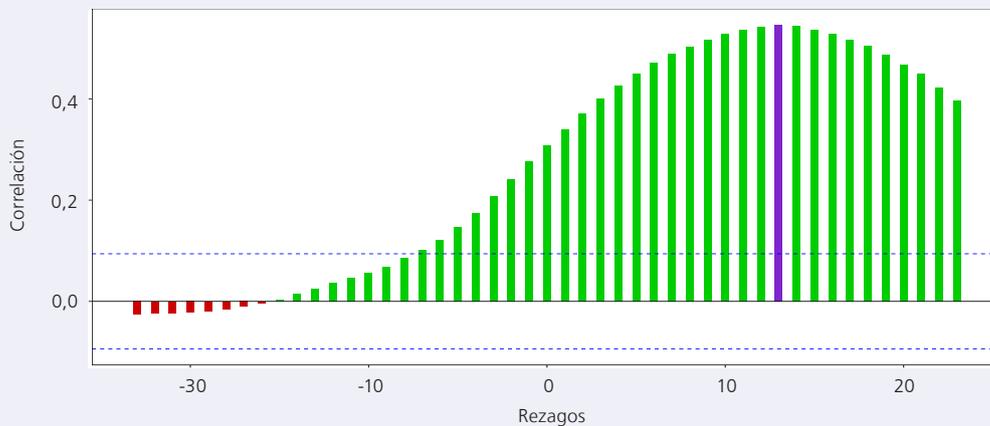
**PRECIO DE ALQUILERES Y PRECIO DE LAS VIVIENDAS
(VAR. MENSUAL, DESESTACIONALIZADO)**



Fuente: Bureau of Labor Statistics y Federal Reserve Economic Data.

En línea con ello, el siguiente gráfico muestra que la correlación máxima entre la inflación de alquileres y la variación del precio de las viviendas se da con 13 meses de rezago.

**CORRELACIÓN ENTRE VAR.% PRECIO DE ALQUILERES Y VAR.% PRECIO DE VIVIENDAS,
(VAR. MENSUAL, DESESTACIONALIZADO)**



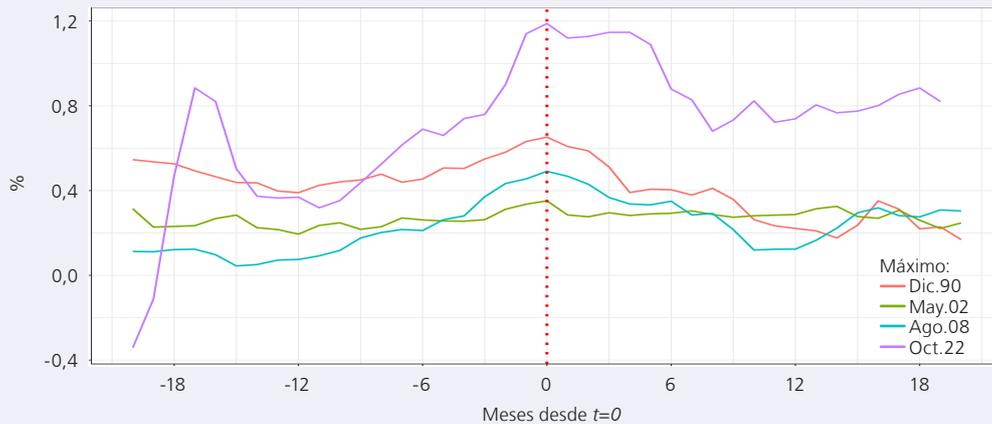
Fuente: Bureau of Labor Statistics.



Servicios de Transporte

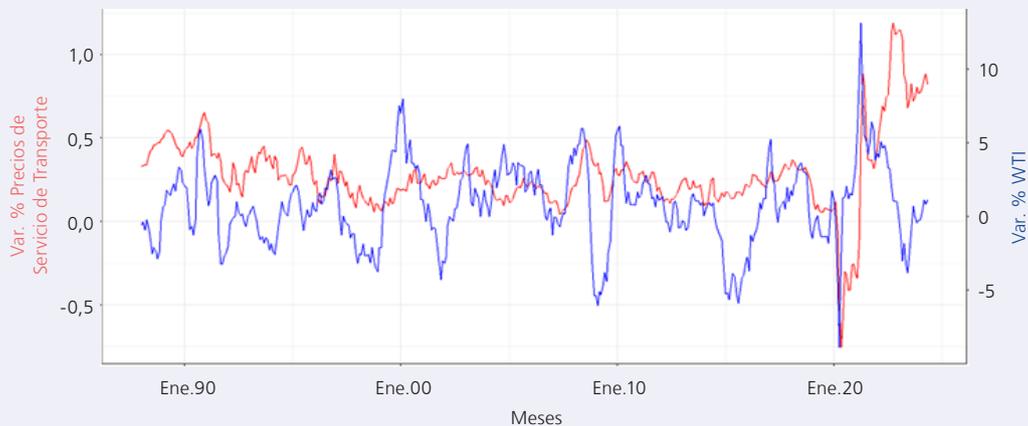
Los servicios de transporte representan un 6,4 por ciento del IPC de Estados Unidos. El gráfico siguiente compara episodios de alza sostenida mensual en los precios de transporte indicando como $t=0$ el punto máximo alcanzado. El presente episodio resalta por su elevado nivel y persistencia comparado a los episodios previos.

EPISODIOS DE INCREMENTOS SOSTENIDOS DE PRECIOS DE SERVICIOS DE TRANSPORTE PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)



Los precios de los servicios de transporte siguen en parte la evolución del precio del petróleo (WTI). El siguiente gráfico muestra que el incremento de enero de 2020 estaría asociado al incremento del precio del petróleo. La reciente resistencia a la baja de este rubro estaría asociado al incremento del precio del petróleo de los últimos meses. Otro factor que presiona al alza este rubro es el incremento de los precios de los seguros de vehículos motorizados que en mayo alcanzaron un incremento anual de 20,3 por ciento.

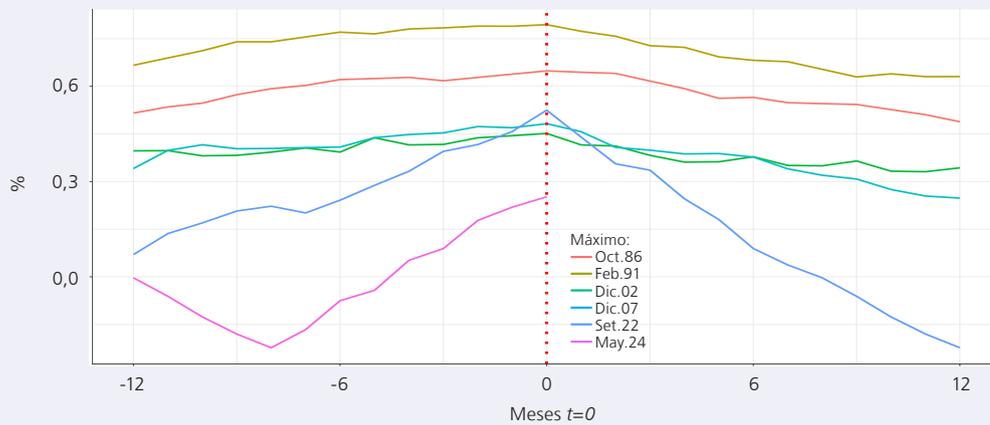
VARIACIÓN MENSUAL DE PRECIOS DE SERVICIOS DE TRANSPORTE Y PRECIO DE PETROLEO (WTI) (PROMEDIO MÓVIL 12 MESES)



Otros rubros

Sea por la magnitud del alza o por su peso dentro del IPC, los alquileres y los servicios de transportes son las variables que, en gran medida, explican la resistencia la baja de la inflación. Sin embargo, algunos servicios vienen mostrando un incremento en los precios que no se ajuste a los patrones agregados de episodios previos. En este grupo, los precios de los servicios médicos, que representan un 6,5 por ciento del IPC de Estados Unidos, muestran una tendencia creciente en los últimos meses alcanzando, durante el presente episodio, un nuevo máximo en mayo; aunque con tasas inferiores a las registradas en otros episodios.

**EPISODIOS DE INCREMENTOS SOSTENIDOS DE PRECIOS DE SERVICIOS MÉDICOS
PROMEDIO MÓVIL 12 MESES (VAR. MENSUAL, SERIE DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Bureau of Labor Statistics.





II. Balanza de pagos

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

27. Los **términos de intercambio** se incrementaron en 5,0 por ciento entre el primer trimestre de 2023 y de 2024, debido en gran parte a una caída de los precios de importación (-4,8 por ciento), principalmente de insumos industriales, petróleo y alimentos como trigo, soya y maíz. Estos desarrollos se debieron a campañas de producción y cosechas favorables, perspectivas optimistas para la oferta de maíz y un mercado de petróleo más equilibrado. El aumento fue atenuado por una leve disminución de los precios de exportación (-0,1 por ciento), por las menores cotizaciones de metales, tras la desaceleración del sector manufacturero global, la contracción de la inversión inmobiliaria en China, excedentes de oferta e incremento de inventarios.

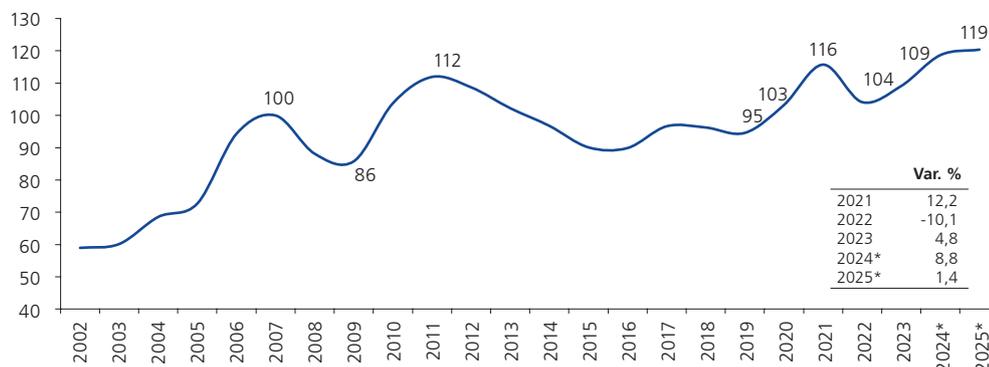
Los términos de intercambio de 2024 se revisan en una magnitud importante, desde una caída de 1,7 por ciento en la edición de marzo a una expansión de 8,8 por ciento. Para 2025, la tasa de crecimiento de este ratio de precios también se revisa al alza, desde 1,0 a 1,4 por ciento. Estos cambios se explican por revisiones en la evolución prevista de los precios de exportación, los cuales responden a los últimos desarrollos en el mercado de metales industriales y el oro.

La proyección de precios de exportación considera el reciente impulso en las cotizaciones de metales industriales, con énfasis en el cobre, tras las preocupaciones sobre posibles recortes en la oferta de refinados y perspectivas de una mayor demanda, proveniente de las industrias verdes. El aumento del precio del zinc, por limitaciones en la oferta de refinados y escasez de concentrados, también explica el cambio. Se prevé que los efectos de estos factores persistan en el mediano plazo, lo que se traduciría en un encarecimiento de los metales en 2025. Adicionalmente, el precio del oro ha aumentado, consistente con una elevada prima de riesgo geopolítico y la percepción de flexibilización de la política monetaria de los bancos centrales de economías avanzadas.

Por su parte, la proyección de crecimiento de precios de importación para 2024 se mantiene sin cambios en -0,5 por ciento, la cual considera una caída en los precios de los principales alimentos importados respecto a lo observado en 2023 (-15,8 por ciento) y un ligero repunte en 2025 (3,7 por ciento). El escenario base del presente Reporte incluye un mayor precio del petróleo en el horizonte de proyección, en respuesta a fuertes incrementos de la demanda y crecimiento limitado de la oferta por restricciones; así como

de algunos alimentos como trigo, lo que sería compensado por una menor cotización esperada para el aceite de soya.

Gráfico 38
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2025
 (Índice 100 = 2007)



* Proyección.
 Fuente: BCRP.

Cuadro 10
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2023-2025

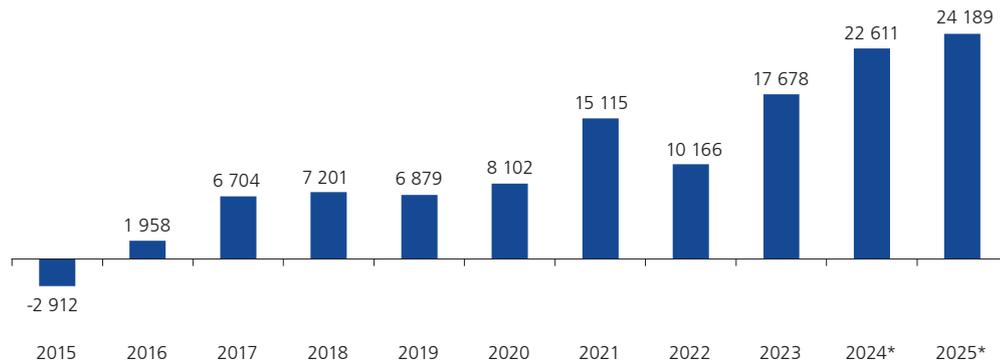
	2023	2024*			2025*	
		IT 2024	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	4,8	5,0	-1,7	8,8	1,0	1,4
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	-2,4	-0,1	-2,2	8,2	2,2	2,6
<i>Cobre (ctv USD por libra)</i>	385	383	377	446	386	468
<i>Zinc (ctv USD por libra)</i>	120	111	112	127	113	134
<i>Plomo (ctv USD por libra)</i>	97	94	96	100	98	104
<i>Oro (USD por onza)</i>	1 943	2 075	2 068	2 304	2 159	2 489
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	-6,9	-4,8	-0,5	-0,5	1,2	1,1
<i>Petróleo (USD por barril)</i>	78	78	74	78	70	74
<i>Trigo (USD por TM)</i>	303	234	224	241	233	254
<i>Maíz (USD por TM)</i>	226	164	179	177	192	195
<i>Aceite de Soya (USD por TM)</i>	1 336	1 048	1 040	1 003	1 014	1 006

* Proyección.
 Fuente: BCRP.

28. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó USD 4 542 millones en el primer trimestre de 2024, monto superior en USD 188 millones al registrado en igual periodo del año previo. La expansión interanual respondió al incremento del volumen de exportaciones de productos tradicionales como oro, cobre y café, y a los mayores precios del oro y de productos no tradicionales agropecuarios. En menor medida, contribuyó la caída del precio de las importaciones de insumos, fundamentalmente para la industria y de los principales alimentos.



Gráfico 39
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2015-2025
(Millones de USD)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Se espera que la balanza comercial alcance un superávit de USD 22 611 y USD 24 189 millones en 2024 y 2025, respectivamente. La dinámica prevista del comercio de bienes con el exterior se corresponde con un incremento del valor de las exportaciones de mayor magnitud que el de las importaciones, en línea con la proyección de producción y gasto interno, de términos de intercambio y de la recuperación del crecimiento mundial.

Los superávits previstos serían superiores a los del Reporte previo en respuesta a un nivel más elevado de exportaciones. Este cambio es consistente con la revisión al alza de los términos de intercambio en el horizonte de proyección y los mayores embarques de productos tradicionales del sector pesquero y de metales preciosos.

29. Las **exportaciones** ascendieron a USD 16 384 millones en el primer trimestre de 2024, cifra superior en USD 150 millones (0,9 por ciento) en comparación al valor del mismo trimestre de 2023. El incremento se acredita a una mayor producción minera en el trimestre, que se tradujo en un aumento del volumen exportado de oro y cobre. Esta dinámica fue reforzada por el aumento del precio de productos agropecuarios enviados al exterior y del oro.

Se proyecta que las exportaciones aumenten en 10,4 y 5,3 por ciento, alcanzando los montos de USD 74 550 millones y USD 78 479 millones en 2024 y 2025, respectivamente. La evolución prevista de las exportaciones en el horizonte de proyección se sustenta en el aumento esperado de las cotizaciones internacionales de cobre y oro. En menor magnitud, se espera que contribuyan los mayores volúmenes exportados de harina y aceite de pescado.

30. Las **importaciones** sumaron USD 11 842 millones entre enero y marzo de 2024, lo que representó una contracción interanual de USD 38 millones (-0,3 por ciento). Dicha caída se debió a menores precios de insumos industriales, de alimentos como el maíz y la soya, y del petróleo y sus derivados. Esta tendencia fue reforzada por los menores volúmenes importados de bienes de consumo duraderos y de alimentos.

Se proyecta que las importaciones aumenten en 4,2 y 4,5 por ciento, alcanzando los montos de USD 51 939 y USD 54 290 millones en 2024 y 2025, respectivamente. La evolución prevista de las importaciones se sustentará principalmente en el incremento de las compras de insumos y de bienes de consumo, lo cual está en línea con la proyección de actividad local y demanda interna.

Cuadro 11
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2023	2024*			2025*	
		IT.24	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
1. Valor:						
Exportaciones	2,0	0,9	-0,8	10,4	5,3	5,3
<i>Productos tradicionales</i>	2,3	3,3	-2,6	14,6	3,4	5,0
<i>Productos no tradicionales</i>	1,6	-4,9	4,2	-0,4	10,1	6,2
Importaciones	-11,0	-0,3	2,7	4,2	4,7	4,5
2. Volumen:						
Exportaciones	4,6	1,0	1,4	2,0	3,0	2,6
<i>Productos tradicionales</i>	7,4	6,6	1,2	3,7	1,6	0,0
<i>Productos no tradicionales</i>	-2,0	-11,8	2,2	-1,9	6,4	10,6
Importaciones	-4,4	4,7	3,2	4,7	3,4	3,4
3. Precio:						
Exportaciones	-2,4	-0,1	-2,2	8,2	2,2	2,6
<i>Productos tradicionales</i>	-4,8	-3,1	-3,8	10,5	1,8	5,0
<i>Productos no tradicionales</i>	3,7	7,8	2,0	1,5	3,4	-3,9
Importaciones	-6,9	-4,8	-0,5	-0,5	1,2	1,1

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Resultados de las cuentas externas

31. La balanza de pagos acumulada en los últimos cuatro trimestres al primer trimestre de 2024 mostró un superávit de la cuenta corriente por USD 3 748 millones y una adquisición neta de activos externos de la cuenta financiera por USD 1 497 millones. Ambos resultados son superiores a lo observado en 2023.

Cuadro 12
BALANZA DE PAGOS
(Millones de USD)

	2023	2024*			2025*	
		IT.24 3/	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	2 219	3 748	-1 385	2 299	-2 440	891
<i>Porcentaje del PBI</i>	0,8	1,4	-0,5	0,8	-0,9	0,3
1. Balanza comercial	17 678	17 866	15 527	22 611	16 643	24 189
a. Exportaciones	67 518	67 668	66 720	74 550	70 254	78 479
<i>De las cuales:</i>						
i) Tradicionales	48 853	49 233	47 316	55 966	48 944	58 785
ii) No Tradicionales	18 448	18 225	19 203	18 368	21 140	19 511
b. Importaciones	49 840	49 802	51 193	51 939	53 611	54 290
2. Servicios	-7 341	-7 146	-6 876	-6 607	-6 149	-6 089
3. Ingreso primario (renta de factores)	-14 902	-14 037	-16 921	-21 037	-19 745	-24 665
4. Ingreso secundario (transferencias)	6 785	7 065	6 884	7 333	6 812	7 455
Del cual: Remesas del exterior	4 446	4 645	4 580	4 748	4 717	4 891
II. CUENTA FINANCIERA 1/	1 309	1 497	-4 085	-2 816	-4 980	-1 770
<i>Porcentaje del PBI</i>	0,5	0,6	-1,5	-1,0	-1,8	-0,6
1. Sector privado	593	1 492	-1 937	-838	-3 863	-152
a. Largo plazo	821	120	-1 937	-1 733	-3 863	-989
b. Corto plazo	-227	1 372	0	895	0	837
2. Sector público 2/	716	5	-2 148	-1 978	-1 117	-1 618
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-3 671	-2 410	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	-2 760	-160	2 700	5 114	2 540	2 660
<i>IV= (I+III) - II = (1-2)</i>						
1. Variación del saldo de RIN	-850	1 094	2 700	5 220	2 540	2 660
2. Efecto valuación	1 910	1 253	0	106	0	0

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

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

3/ Muestra el acumulado últimos cuatro trimestres al primer trimestre de 2024.

R.I.: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.





El mayor superávit de la cuenta corriente, respecto a 2023, se explica por menores utilidades de empresas con participación extranjera en el país, incremento de las remesas provenientes del exterior, reducción del déficit por servicios de transporte y viajes y un aumento del superávit comercial. Por su parte, la mayor salida de capitales hacia el exterior (expansión más alta de la posición acreedora neta de la cuenta financiera) se explica por las compras de activos externos de corto plazo por parte de residentes y la reanudación de inversiones en el exterior por parte de los fondos mutuos y las AFP.

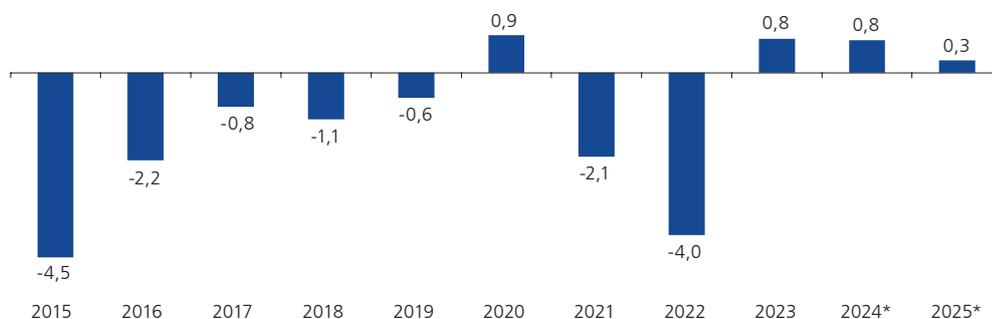
La cuenta financiera de 2024 reflejará una mayor entrada neta de capitales de largo plazo que en el año previo, principalmente bajo la forma de inversión directa (aceleración de las entradas netas desde USD 3 918 millones en 2023 a USD 8 569 millones en 2024). Para 2025, se prevé una menor entrada de capitales por el mayor ritmo de compra de activos externos del sector privado.

Cuenta Corriente

32. El **superávit en cuenta corriente** acumulado de los últimos 4 trimestres aumentó de 0,8 a 1,4 por ciento del PBI entre 2023 y el primer trimestre de 2024. En términos nominales, este desarrollo se debió, en primer lugar, a la disminución del déficit del ingreso primario, sustentada en la reducción de las utilidades de empresas con capitales extranjeros, principalmente de los sectores minería e hidrocarburos por las menores cotizaciones de cobre, zinc y gas. En segundo lugar, contribuyó la expansión del ingreso secundario debido al aumento de remesas, en línea con la recuperación del empleo en Estados Unidos, y del impuesto a la renta recibido de no residentes. Finalmente, se observó una disminución del déficit de servicios por viajes, por el incremento de la llegada de viajeros no residentes al país, y de transportes, tras el abaratamiento de los fletes; así como una subida del superávit comercial de bienes.

La recuperación de las utilidades y el menor flujo de remesas proyectados para los tres trimestres restantes del año contrarrestarían los principales factores que explicaron la ampliación del superávit en el primer trimestre, haciendo que el superávit se posicione en 0,8 por ciento del PBI hacia fines de 2024, resultado igual al de 2023. En esa línea, el aumento esperado del precio de los minerales explicaría el incremento de las utilidades durante el horizonte de proyección, hecho que elevará el déficit de ingreso primario. En consecuencia, se espera una contracción del superávit en cuenta corriente a 0,3 por ciento del PBI para 2025.

Gráfico 40
CUENTA CORRIENTE, 2015-2025
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.



se registraron solo ampliaciones en el superávit, que en promedio fueron de 1,6 p.p., explicadas por la menor absorción doméstica (3,1 p.p.) en respuesta a mayores términos de intercambio – dado el *boom* de precios de *commodities*–, por los mayores rendimientos cobrados por activos externos y por el aumento en el flujo de remesas (ambos 0,7 p.p.). En tanto, el rendimiento pagado a pasivos externos contribuyó negativamente, debido a un entorno económico global positivo que permitió que se incrementaran las utilidades de las empresas con IDE en el país.

34. Algunos factores que elevaron los déficits en cuenta corriente en 2022 en la región (como el resurgimiento de la demanda interna, los altos precios de combustibles y alimentos y el aumento de utilidades de empresas con capitales extranjeros) se revirtieron en 2023, hecho que se tradujo en una considerable disminución del déficit en cuenta corriente (la máxima reducción fue de 5,1 p.p. en Chile). Esta tendencia decreciente ha continuado durante el primer trimestre de 2024 en la mayoría de los países analizados, a excepción de Brasil y Chile.

Los países que mostraron un mayor resultado en cuenta corriente al primer trimestre de 2024 tuvieron en común un menor déficit de ingreso primario y una reducción del déficit en la balanza de servicios. La evolución de la cuenta de ingreso primario es reflejo de menores utilidades de empresas con capitales extranjeros y del aumento de las rentas de inversión de residentes en el exterior por el contexto de altas tasas de interés. Por su parte, los mayores ingresos por viajes, así como la reducción del costo de fletes marítimos, aéreos y de otros medios de transporte explican el cambio en el saldo de la balanza de servicios. En adición a los factores mencionados, en Colombia y Perú contribuyó el aumento del flujo de remesas de trabajadores en el exterior; mientras que, en México, otro elemento relevante fue la disminución del déficit de la balanza de mercancías petroleras.

Cuadro 14
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Anualizada, en % del PBI)

	2021	2022	2023	1T2024*	2024*	2025*
Brasil	-1,9	-2,5	-1,4	-1,5	-2,2	--
Chile	-7,3	-8,7	-3,6	-3,7	-3,4	-3,4
Colombia	-5,6	-6,2	-2,7	-2,1	-3,1	--
México	-0,3	-1,2	-0,3	0,1	-1,0	-1,1
Perú	-2,1	-4,0	0,8	1,4	0,8	0,3

*Proyección.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

No obstante, no hay una sincronización clara en lo que cada país espera para 2024. Por un lado, Chile proyecta una reducción del déficit y una depreciación cambiaria, una mayor demanda externa de exportaciones y la debilidad del gasto interno. En contraste, Colombia, Brasil y México estiman un aumento del resultado deficitario entre 2023 y 2024, puesto que proyectan un empeoramiento del saldo de la balanza comercial (aumento previsto de las importaciones en Colombia y una reducción esperada de precios de exportación en Brasil y Colombia).

Cuenta Financiera

35. La **cuenta financiera del sector privado**, en términos anuales, registró una salida neta de capitales por USD 1 492 millones al primer trimestre de 2024, equivalente a 0,5 por ciento del PBI, por la mayor adquisición de activos externos netos de corto plazo, principalmente de las empresas bancarias.

Se prevé una entrada neta de capitales privados por USD 838 millones en 2024, bajo la forma de inversión directa extranjera por reinversión de utilidades. Se espera que el flujo de financiamiento se reduzca a USD 152 millones en 2025, debido a una mayor adquisición de activos externos por parte de las AFP y fondos mutuos.

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

	2023	2024*			2025*	
		IT.24 5/	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
SECTOR PRIVADO (A + B)	593	1 492	-1 937	-838	-3 863	-152
Porcentaje del PBI	0,2	0,5	-0,7	-0,3	-1,4	-0,1
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	821	120	-1 937	-1 733	-3 863	-989
1. ACTIVOS	5 539	6 127	5 487	5 811	4 752	6 612
Inversión directa	1 476	803	1 515	1 988	1 436	1 931
Inversión de cartera 2/	4 062	5 324	3 972	3 823	3 315	4 681
2. PASIVOS 3/	4 718	6 006	7 424	7 544	8 614	7 601
Inversión directa	3 918	5 201	8 615	8 569	9 716	8 855
Inversión de cartera 4/	-160	709	-246	225	59	70
Préstamos de largo plazo	960	96	-945	-1 251	-1 161	-1 324
B. CORTO PLAZO	-227	1 372	0	895	0	837

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 cuatro trimestres al primer trimestre de 2024.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

36. Se proyecta que la **cuenta financiera del sector público** registre un financiamiento neto positivo por USD 1 978 millones en 2024 y por USD 1 618 millones en 2025. Para 2024, se revisa a la baja la proyección de financiamiento recibido por el sector público, debido al menor ritmo esperado de compras de bonos soberanos por parte de no residentes y a un nivel más bajo de desembolsos de préstamos para empresas financieras.

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

	2023	2024*			2025*	
		IT.24 4/	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
I. ACTIVOS	36	-94	102	-11	140	140
II. PASIVOS (1 + 2) 2/	-752	-100	2 250	1 967	1 257	1 758
1. Inversión de cartera	-1 654	-1 181	968	727	332	413
Emisiones	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	-1 801	-2 015	-397	-387	-1 300	-1 300
Otras operaciones (a - b) 3/	147	835	1 365	1 114	1 632	1 713
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	16	516	1 352	1 005	1 632	1 713
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-132	-318	-12	-109	0	0
2. Préstamos	902	1 081	1 282	1 240	925	1 345
Desembolsos	2 006	2 179	2 342	2 302	2 262	2 682
Amortizaciones	-1 103	-1 098	-1 060	-1 062	-1 337	-1 337
III. TOTAL (I - II)	716	5	-2 148	-1 978	-1 117	-1 618

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 cuatro trimestres al primer trimestre de 2024.

* Proyección.

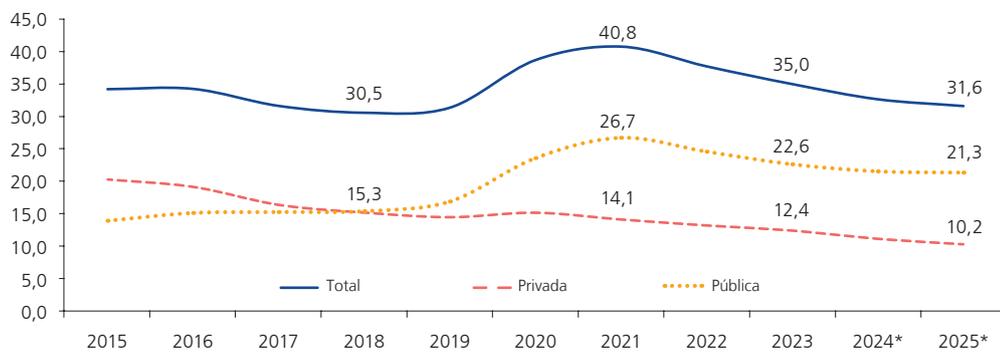
Fuente: BCRP.



37. En términos del producto, el saldo de deuda externa de mediano y largo plazo –principalmente préstamos y bonos– se redujo en 0,6 puntos porcentuales del PBI entre 2023 y el primer trimestre de 2024 a 34,4 por ciento, lo que obedeció a la disminución del saldo de deuda del sector público.

Se prevé que el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo baje hasta 31,6 por ciento del PBI, debido principalmente a la reducción de la deuda del sector privado de 12,4 por ciento del PBI en 2023 a 10,2 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección.

Gráfico 41
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Nota: el saldo de deuda pública externa es la deuda bruta que el sector público mantiene con el exterior, a lo cual se suma la tenencia de BTP en manos de no residentes y se sustrae la tenencia de bonos globales en manos de residentes.

Fuente: BCRP.

Reservas Internacionales Netas

38. Al 17 de junio, las Reservas Internacionales Netas (RIN) acumulan una expansión de USD 3 138 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en USD 74 171 millones.

El nivel de reservas internacionales previsto representaría el 26,6 por ciento del PBI al finalizar el horizonte de proyección y se espera que sea capaz de cubrir más de 4 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo y casi 5 veces la suma de estos pasivos más el déficit en cuenta corriente.

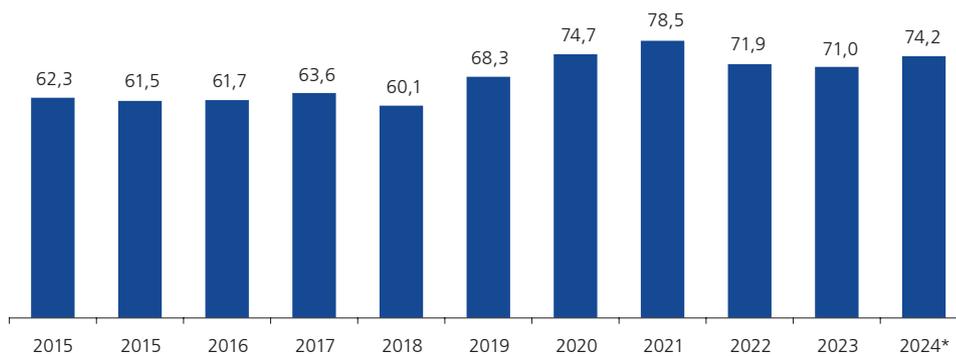
Cuadro 17
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2021	2022	2023*	2024*	2025*
Reservas Internacionales como porcentaje de:					
a. PBI	34,7	29,4	26,6	26,6	26,6
b. Deuda externa de corto plazo 1/	557	460	423	449	464
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	418	283	487	519	490

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

* Proyección.

Gráfico 42
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2015 - 2024
(Miles de millones de USD)



* Al 17 de junio de 2024.
Fuente: BCRP.



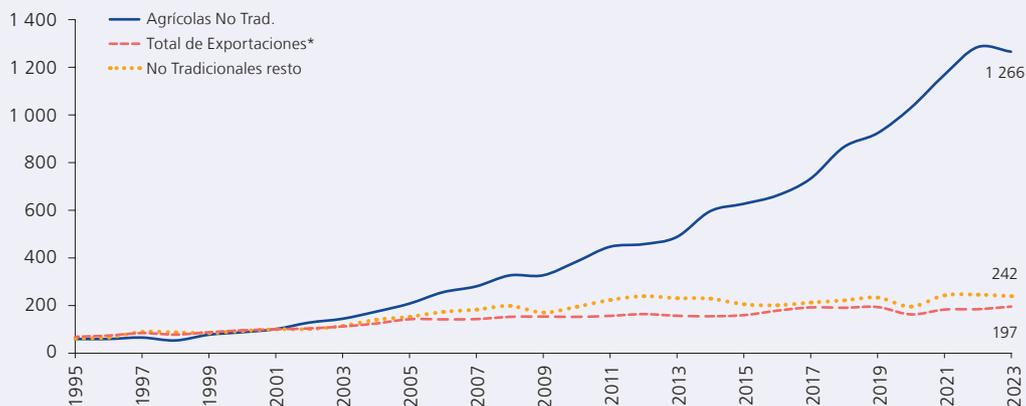
Recuadro 2 EVOLUCIÓN Y DESARROLLO DEL SECTOR AGROEXPORTADOR

Desde 2001, el volumen de las agroexportaciones no tradicionales se ha incrementado aproximadamente 13 veces. Este notable aumento se ha visto impulsado por una combinación de factores, incluyendo políticas públicas, la firma de tratados de libre comercio y la inversión en infraestructura de riego. Sin embargo, el crecimiento no ha estado exento de desafíos. En 2023, las condiciones climáticas adversas afectaron la productividad de algunos cultivos, como los arándanos, espárragos y mangos, lo que se tradujo en una reducción del volumen exportado y una caída del empleo formal del sector.

Agroexportaciones no tradicionales, empleo formal e ingresos

En 2023, el volumen de las agroexportaciones no tradicionales es casi 13 veces mayor que en 2001, incrementando su valor de USD 435 millones a USD 9 180 millones. Este crecimiento no solo ha superado el aumento de las exportaciones de otros bienes no tradicionales, sino que también ha sido más rápido que el incremento de la demanda mundial de estos productos, lo que ha resultado en el desplazamiento de otros productores en el mercado (Zegarra, 2019)¹. Han contribuido significativamente a este desarrollo, las condiciones favorables de la costa peruana, con ventajas en temperatura y un calendario de cosechas opuesto al del hemisferio norte (Cano, 2017)². Entre 2010 y 2023, las exportaciones de uvas frescas y arándanos crecieron del 8,5 por ciento al 37,5 por ciento del total de exportaciones agropecuarias no tradicionales. Este crecimiento ha convertido a Perú en el principal exportador mundial de estos productos.

VOLUMEN DE EXPORTACIONES (2001 = 100)



* Excluye exportaciones agrícolas no tradicionales.
Fuente: BCRP.

El sector se ha beneficiado de distintos acuerdos comerciales, por lo que, desde el 2010, las exportaciones de productos no tradicionales agropecuarios, hacia países con acuerdos, crecieron en promedio anual 16,8 por ciento (11,7 por ciento el total).

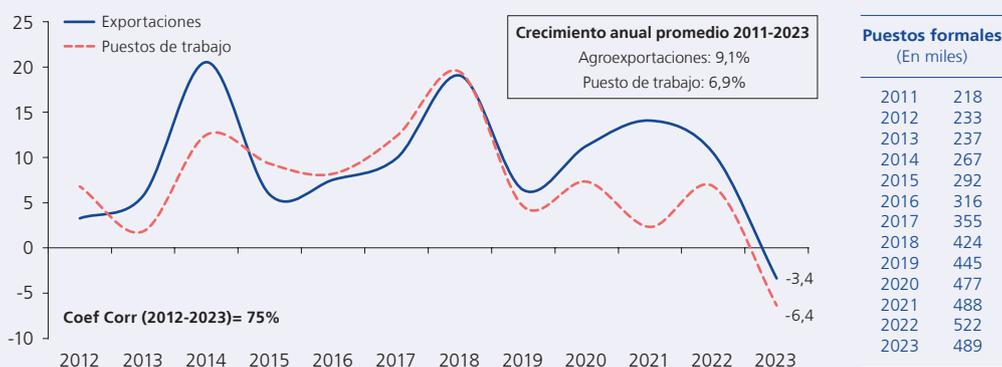
El crecimiento de las agroexportaciones no tradicionales se ha dado principalmente en productos intensivos en mano de obra, lo cual ha generado mayores oportunidades de acceder a empleos

1 Zegarra, E. (2019). Auge agroexportador en el Perú: un análisis de sobrevivencia de productos y empresas. CIES.
2 Cano, A y Ugarte, D. (2017). "Competitividad y sostenibilidad de la gestión del agua en la costa agroexportadora peruana"

formales con mayores ingresos. Los puestos de trabajo en el sector agropecuario crecieron 6,9 por ciento promedio anual en el periodo 2011-2023, pasando de emplear 218 mil personas a 489 mil en el año 2023. Este crecimiento del empleo no solo fue mayor al de todo el sector privado, sino que también fue el mayor entre todos los sectores económicos. Adicionalmente, el total de salarios pagados a los trabajadores del sector, la masa salarial, registró un crecimiento promedio anual de 11,6 por ciento en el mismo periodo (7,8 por ciento en términos reales), mayor al aumento del valor de las exportaciones del sector. Es de resaltar que el incremento de la masa salarial se dio principalmente por el mayor empleo, mientras que el ingreso de los trabajadores creció 4,5 por ciento promedio anual en el periodo 2011-2023, pasando de S/ 896 a S/ 1 514 (0,9 por ciento promedio anual en términos reales).

AGROEXPORTACIONES Y PUESTOS DE TRABAJO FORMALES

(Var. % del índice de volumen y puestos de trabajo)

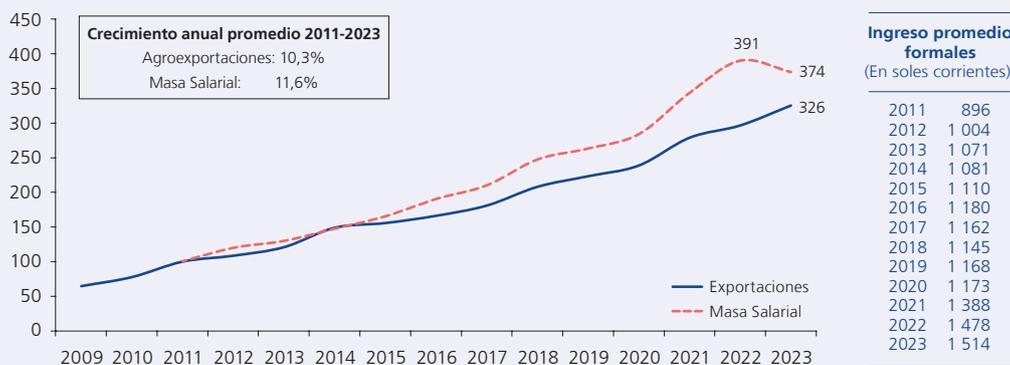


Var. %	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Exportaciones (volumen)	3,2	5,8	20,6	5,9	7,5	9,9	19,1	6,4	11,3	14,1	10,5	-3,4
Puestos de trabajo 1/	6,8	1,8	12,5	9,3	8,2	12,4	19,5	4,6	7,3	2,3	6,8	-6,4

1/ Incluye procesamiento y conservación de frutas y vegetales.
Fuente: Sunat.

AGROEXPORTACIONES Y MASA SALARIAL FORMAL 1/

(Índice nominal 2011=100)



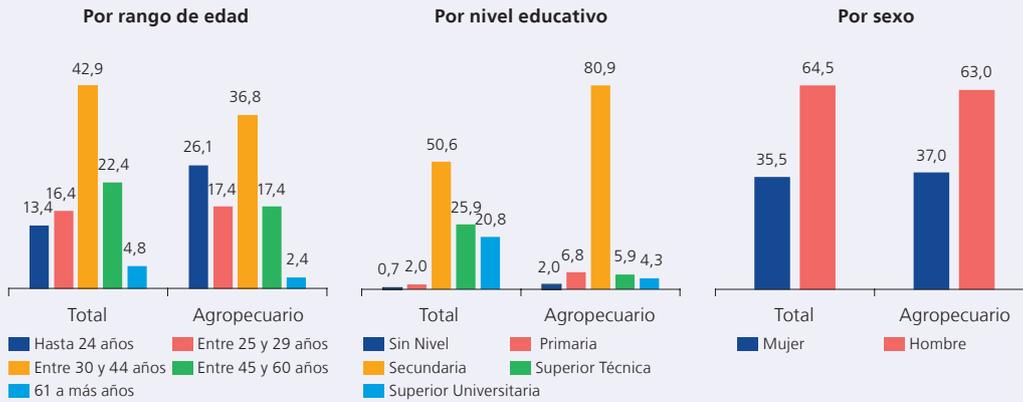
1/ Índice en base a las exportaciones en millones de USD.

El aumento del empleo en el sector agropecuario ha permitido incorporar al mercado formal una mayor proporción de personas jóvenes y con niveles de educación hasta secundaria. En comparación al mercado laboral formal del sector privado, el sector agropecuario contrata una mayor proporción de personas hasta 24 años (13,4 por ciento vs. 26,1 por ciento) y con un nivel educativo de secundaria o menos (53,3 por ciento vs. 89,7 por ciento).



EMPLEO FORMAL

(Participación porcentual por segmento)



Fuente: MTPE-Planilla Innominada 2021.

Desarrollo reciente y perspectivas del sector

Durante 2023, las condiciones climáticas cálidas redujeron la productividad de los cultivos, por menor floración, tropicalización de cultivos y mayor presencia de plagas; se vieron especialmente afectados los arándanos, espárragos y mangos, lo cual tuvo un impacto importante en el empleo del sector. El volumen exportado se redujo principalmente entre los arándanos (25,1 por ciento), espárragos (24,6 por ciento) y mangos (21,3 por ciento). En el caso de las uvas, las exportaciones aumentaron debido a la decisión de adelantar las cosechas y exportar todo lo posible en el último trimestre de 2023, en previsión de un Fenómeno de El Niño en 2024. La menor producción de los principales productos agropecuarios provocó una disminución significativa del número de puestos de trabajo, una reducción de 109 mil puestos en el cuarto trimestre de 2023.

PRINCIPALES PRODUCTOS DE AGROEXPORTACIÓN NO TRADICIONAL

(Var. % del índice de volumen)



Esta caída tan pronunciada del empleo no se había registrado en periodos anteriores de condiciones climáticas adversas y estaría asociada a la importancia que tienen ahora las exportaciones de arándano. Estas pasaron de ser prácticamente inexistentes en 2010 a representar el 18,3 por ciento del valor de

las exportaciones agrícolas no tradicionales, un crecimiento real promedio anual de 143,5 por ciento en el periodo 2010-2022. El arándano genera una alta demanda de mano de obra, especialmente en la temporada de cosecha.

PUESTOS DE TRABAJO FORMALES DEL SECTOR PRIVADO AGROPECUARIO 1/
(Var. interanual en miles de trabajadores)



1/ Incluye al sector agroexportador: Procesamiento y conservación de frutas y vegetales.
Fuente: Sunat - Planilla Mensual de Pagos.

Las empresas del sector esperan una recuperación del empleo agropecuario en el segundo semestre de 2024 asociado a la normalización de las condiciones climáticas. En entrevistas a empresas agropecuarias de la Libertad, Lambayeque y Piura, se espera una recuperación de los niveles de empleo hacia el segundo semestre de 2024. Las empresas indican que la normalización de las condiciones climáticas es clave para lograr la regularización de sus rendimientos, y por tanto de los niveles de empleo para la siguiente campaña.

La normalización de las condiciones climáticas en los últimos meses y temporalmente frías podría tener efectos favorables. En relación con el sector agroexportador, las condiciones frías del ambiente favorecen la floración de frutales; posteriormente, condiciones neutras incentivan el desarrollo de los frutos. Sin embargo, en algunos casos, la prolongación del periodo de temperaturas frías luego de la floración, ocasionan un desfase en el calendario de cosechas de uva y palta. Por el contrario, cultivos que se producen para el mercado interno como el tomate, maíz amarillo duro y caña de azúcar podrían verse afectados negativamente por temperaturas frías.

Una medida para elevar el crecimiento del PBI potencial es la reactivación de proyectos de irrigación que permitirán aumentar las tierras agrícolas dedicadas a la agroexportación. Por un lado, se busca firmar un convenio para transferir el proyecto Majes Sigwas II al Gobierno Central. Además, se ha firmado el acta para iniciar las negociaciones del contrato entre Perú y Canadá con el fin de desarrollar la primera fase del proyecto Chavimochic III. El proyecto Majes Sigwas II tiene como objetivo agregar 60 mil hectáreas de tierras agrícolas (23 mil ya agregadas en Majes Sigwas I), mientras que Chavimochic III aprovecharía el río Santa para mejorar el riego de 48 mil hectáreas y agregar 63 mil hectáreas de tierras agrícolas en los valles de Chao, Virú, Moche y Chicama.



III. Actividad económica

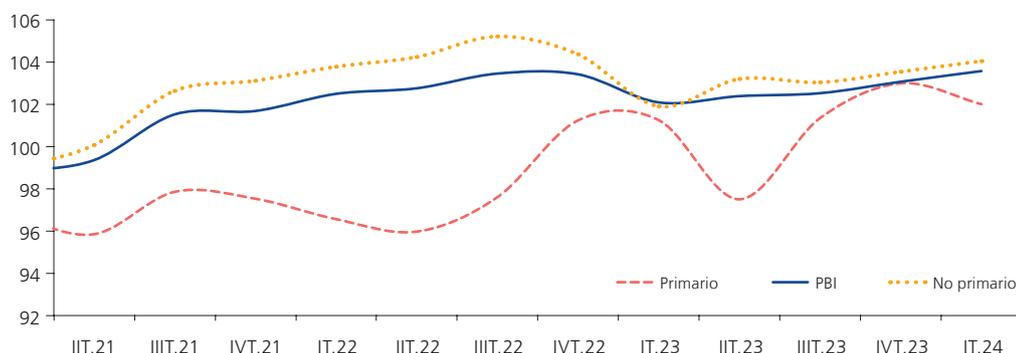
PBI sectorial

39. La actividad económica del primer trimestre registró un crecimiento interanual de 1,4 por ciento. Esta evolución se sustentó, en primer lugar, en la recuperación del gasto privado, que impulsó la actividad de sectores no primarios como servicios y comercio. El sector construcción registró un impulso proveniente de la ejecución de proyectos de infraestructura del Gobierno. Adicionalmente, la actividad del trimestre, respecto al año anterior, estuvo beneficiada por el efecto del año bisiesto, el cual implica un día más de producción.

En los sectores primarios resalta el avance de la producción minera en todos los metales, aunque destaca el incremento de estaño, molibdeno y oro. La minería estuvo favorecida por un mayor número de días de operación, en comparación al mismo trimestre del año previo, en el que se registraron bloqueos y paralizaciones debido a conflictos sociales.

El crecimiento del trimestre estuvo limitado por los efectos negativos del Fenómeno El Niño sobre los sectores agropecuario y pesca. El indicador desestacionalizado del PBI muestra una recuperación de 0,5 por ciento en el primer trimestre de 2024.

Gráfico 43
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Base 100 = IVT.2019)



Fuente: BCRP.

40. Se espera que la economía crezca 3,1 por ciento en 2024. Esta recuperación del crecimiento respecto a 2023 (-0,6 por ciento) estará sustentada, por el lado de los sectores primarios,

en la recuperación de la pesca, agricultura y su industria asociada tras la reversión de las anomalías climáticas acontecidas el año previo y un impacto limitado de la Niña Costera. De acuerdo con la Comisión Multisectorial encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN), las condiciones frías del mar y del ambiente en la costa norte y centro persistirían hasta setiembre siendo lo más probable el desarrollo de un evento de La Niña Costera débil en el tercer trimestre y condiciones normales en el cuarto trimestre de 2024 (Comunicado ENFEN N°09-2024 del 14 de junio de 2024).

Por su parte, el avance de los sectores no primarios estará respaldado por el aumento de los ingresos reales y la recuperación de la confianza de los agentes económicos, los cuales impactarán positivamente en el gasto privado, en un contexto favorable de estabilidad sociopolítica y de precios. Así, el mayor dinamismo del consumo privado se reflejará en un avance de la manufactura no primaria, el comercio y los servicios, mientras que la inversión privada impulsará la construcción.

Se eleva la proyección de crecimiento para 2024 de 3,0 a 3,1 por ciento, con una recomposición en la expansión prevista de algunos sectores primarios y no primarios. Por un lado, se prevé una mayor expansión del PBI primario, puesto que la mayor cuota de pesca impactará favorablemente sobre el sector pesquero y su industria asociada. Entre los sectores no primarios, destaca la revisión a la baja de la manufactura, tras considerar el menor nivel de producción del primer trimestre. No obstante, el crecimiento del sector servicios se revisa al alza, considerando el mayor crecimiento del consumo privado estimado en el año.

Se espera que la economía se expanda 3,0 por ciento en 2025, igual a la estimada en el Reporte previo. Esta previsión asume condiciones climáticas favorables para el desarrollo de la agricultura, la pesca y su manufactura relacionada, así como un entorno de estabilidad sociopolítica y de precios que favorezca la confianza de los agentes del sector privado, con lo cual se prevé se estimule el gasto privado y, con ello, la actividad no primaria.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2023	2024*			2025*	
		I Trim.	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
PBI primario	2,8	0,5	2,8	3,0	3,1	2,9
Agropecuario	-2,4	-0,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Pesca	-19,7	-29,5	10,5	20,2	14,4	4,9
Minería metálica	9,2	8,8	2,0	2,0	2,2	2,2
Hidrocarburos	0,7	0,9	1,5	1,5	4,2	4,2
Manufactura	-2,4	-17,7	3,9	4,5	4,1	3,4
PBI no primario	-1,4	1,6	3,1	3,1	3,0	3,0
Manufactura	-7,9	-1,8	3,1	2,7	3,0	3,0
Electricidad y agua	3,7	3,9	3,9	3,3	3,0	3,0
Construcción	-7,9	5,1	3,2	3,2	3,4	3,4
Comercio	2,4	2,4	3,2	3,2	2,7	2,7
Servicios	-0,4	1,6	3,0	3,1	3,0	3,0
Producto Bruto Interno	-0,6	1,4	3,0	3,1	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación

*Proyección.

Fuente: BCRP.



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

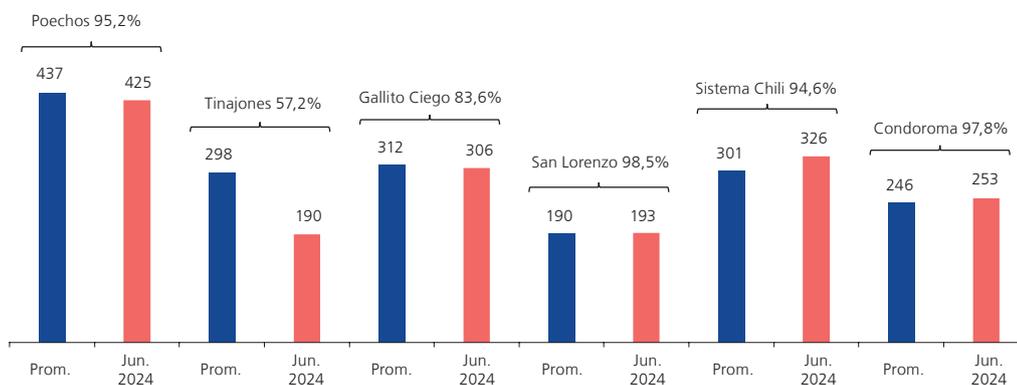
- a) En el **sector agropecuario** se mantiene en 3,5 por ciento la proyección anual de crecimiento para 2024 y 2025.

En el primer trimestre del año, el sector experimentó una caída de 0,7 por ciento. Ello se debió a que las anomalías cálidas en la costa, que se registraron desde marzo de 2023 debido a El Niño costero, afectaron principalmente la producción de uva, mango, espárrago y ave durante los primeros meses de 2024. Sin embargo, en el segundo trimestre, se observaría una mayor producción en la sierra de papa, quinua, pastos y forrajes, lograda con buenas condiciones hídricas (contrario a lo observado el año pasado). Además, también se registraría mayor producción de arroz, producto con importante peso en el segundo trimestre³.

En la segunda mitad del año, el crecimiento tendría un ritmo menor que el proyectado en el Reporte anterior. Ello se debería a la menor producción esperada de frutales como uva y palta, por desfase en los calendarios de cosechas⁴ debido a las temperaturas frías en la costa.

Al 3 de junio, el almacenamiento de agua es elevado. Todos los principales reservorios sobrepasan el 83 por ciento de su capacidad total, excepto Tinajones (que almacena el 57 por ciento).

Gráfico 44
VOLUMEN ALMACENADO DE PRINCIPALES RESERVORIOS 1/
 (En millones de metros cúbicos)



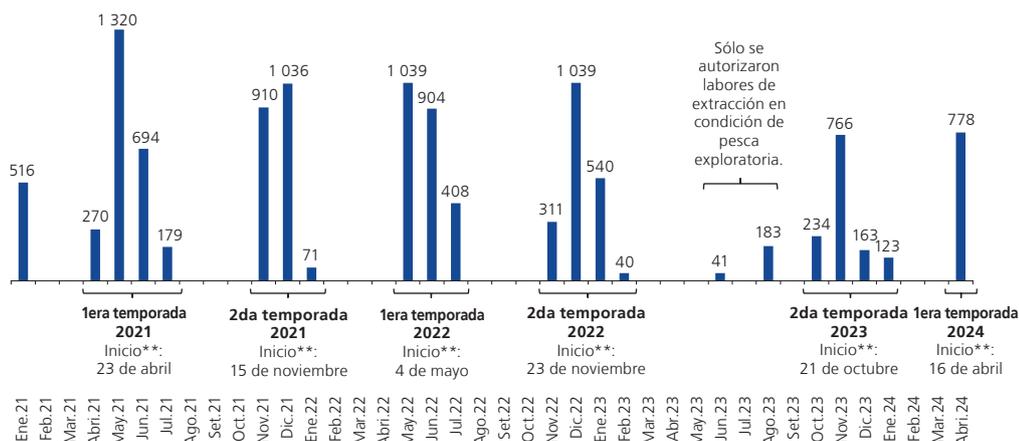
1/ Al 3 de junio de 2024, promedio de los últimos cinco años (2019-2023) de igual fecha y porcentaje respecto al volumen útil total.
 Fuente: Junta de Usuarios y Proyectos Especiales de Irrigación.

- b) La producción del **sector pesca** se contrajo 29,5 por ciento en el primer trimestre del año, por la menor captura de anchoveta ante la menor cuota establecida en la segunda temporada de anchoveta (1,7 millones de TM en 2023, en comparación a 2,3 millones de TM en 2022); y una finalización más temprana de dicha temporada (el 12 de enero de 2024, en comparación al 4 de febrero de 2023). Además, se registró una menor captura de pota (-80,7 por ciento) y jurel (-93,3 por ciento) para la elaboración de productos congelados, lo que estuvo asociado a la presencia de vientos fuertes y oleajes anómalos en el litoral.

3 Es el segundo producto con más peso en la producción para mercado interno, sólo antecedido por la papa.

4 Que se adelantan durante periodos cálidos y se retrasan durante periodos fríos.

Gráfico 45
CAPTURA DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL EN ZONA NORTE-CENTRO*
 (Miles de toneladas)



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

Se espera que la actividad del sector crezca 20,2 por ciento en 2024. La revisión al alza respecto a la proyección previa (10,5 por ciento) es el resultado de la mayor biomasa disponible de anchoveta en la zona norte-centro (cerca de 10,0 millones de TM), según lo observado por el Crucero de Evaluación Hidroacústica. Debido a ello, la primera temporada de pesca de anchoveta en la zona indicada se autorizó con una cuota de 2,5 millones de TM. La reducción de la anomalía de la temperatura marítima en el litoral fomentaría una biomasa de anchoveta saludable por lo que, para 2025, se espera una expansión del sector de 4,9 por ciento.

- c) Durante el primer trimestre de 2024, el **sector minería metálica** creció 8,8 por ciento por la mayor extracción de todos los metales, impulsada por el efecto base de los conflictos sociales ocurridos durante el mismo periodo del año previo, además de la mayor producción de molibdeno de Quellaveco.

La producción de cobre se incrementó 4,4 por ciento por la mayor extracción de Southern, por las mejores leyes de Toquepala. Adicionalmente, se registró una mayor producción de Antamina, puesto que durante marzo del año pasado la unidad paralizó operaciones por las intensas lluvias registradas en el departamento de Áncash, que provocaron cierres temporales del mineroducto. De igual manera, aumentó la producción de Antapaccay que estuvo afectada por los conflictos sociales el primer trimestre del año previo.

Asimismo, se registró una mayor producción de molibdeno (26,2 por ciento) por la mayor extracción de Quellaveco, Antamina y Southern. El incremento de la producción de oro (22,1 por ciento) se debe a la mayor extracción de Yanacocha y Boro Misquichilca. Esta última fue impulsada por el Proyecto de Optimización de Minerales Carbonosos, que tiene como objetivo extender la vida útil de la mina.





Adicionalmente, la producción de estaño creció 279,9 por ciento, impulsada por un efecto base, puesto que durante el primer trimestre de 2023 paralizó operaciones producto de los conflictos sociales.

Para 2024 se prevé que el sector crezca 2,0 por ciento impulsado principalmente por la mayor producción de molibdeno de Quellaveco. En 2025 la producción del sector crecería 2,2 por ciento por la mayor producción de Toromocho y mejores leyes de Antamina.

- d) La actividad del **sector hidrocarburos** aumentó 0,9 por ciento en el primer trimestre de 2024, debido a un incremento de la extracción de petróleo del lote 95, impulsado por las mayores perforaciones y mayor disponibilidad de transporte de barcasas. Por el contrario, la producción de líquidos de gas natural y gas natural disminuyó 0,2 y 6,2 por ciento, respectivamente, por la menor producción del lote 88 ante la menor generación de electricidad a partir de la energía térmica.

Para 2024 y 2025 se mantiene la proyección de crecimiento en 1,5 y 4,2 por ciento respectivamente. El crecimiento de 2024 estaría impulsado por la mayor producción de petróleo del lote 95. Asimismo, para el 2025, se espera una recuperación de la producción de petróleo de los lotes de la selva.

- e) La actividad del **subsector manufactura primaria** se contrajo 17,7 por ciento en el primer trimestre de 2024, principalmente por la menor producción de harina y aceite de pescado, y conservas y productos congelados de pescado, consistente con la menor cuota de captura de anchoveta en la segunda temporada de 2023, y la menor captura de pota, respectivamente.

Se revisa la proyección del crecimiento del subsector para 2024, de 3,9 por ciento a 4,5 por ciento, lo que considera un mayor crecimiento en la producción de harina de pescado, debido a la mayor cuota de este año. Para 2025 se espera un incremento de 3,4 por ciento.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** se contrajo 1,8 por ciento en el primer trimestre del año. Las ramas que registraron una mayor reducción de la producción fueron las orientadas a la inversión, como productos metálicos, minerales para la construcción, y pinturas; las pertenecientes a los bienes orientados al mercado externo, como tejidos y artículos de punto, e hilados, tejidos y acabados; y las de insumos, como vidrio, explosivos, harina de trigo, envases de papel y cartón, y alimentos para animales.

Se proyecta un crecimiento de 2,7 por ciento de la manufactura no primaria en 2024, tasa menor al 3,1 por ciento del Reporte previo, pues se espera una recuperación más progresiva del sector en lo que resta del año.

- g) El **sector construcción** aumentó 5,1 por ciento en el primer trimestre de 2024 debido al mayor avance de obras públicas. Para 2024 y 2025 se prevé un

crecimiento de 3,2 y 3,4 por ciento por la recuperación de la inversión pública y privada.

- h) Durante el primer trimestre de 2024 el **sector comercio** creció 2,4 por ciento, por las mayores ventas al por mayor (2,6 por ciento) y al por menor (2,7 por ciento). Para 2024 y 2025 se espera que la actividad del sector se incremente en 3,2 y 2,7 por ciento, respectivamente.
- i) El sector **servicios** creció 1,6 por ciento durante los 3 primeros meses del año. En este periodo destaca el crecimiento de los servicios de transporte (4,3 por ciento), asociado al incremento de la demanda de vuelos y de transporte por vía terrestre, ligado a la temporada de verano y Semana Santa.

De igual manera, se incrementaron los servicios de alojamiento y restaurantes (3,6 por ciento) debido a los feriados del primer trimestre del año, y los servicios prestados a empresas (2,8 por ciento), principalmente por el incremento en la actividad de las agencias de viajes y operadores turísticos. Para 2024 y 2025 se espera un crecimiento de 3,1 y 3,0 por ciento, respectivamente.

PBI gasto

42. Por el lado del gasto, luego de registrar caídas interanuales consecutivas en todos los trimestres de 2023, la demanda interna se recuperó en 2,1 por ciento en el primer trimestre de 2024. El panorama local se caracterizó por una recuperación parcial de la confianza de los agentes privados, en vista de mejores condiciones climáticas y el aumento de los ingresos reales tras la reducción de la inflación. Por otro lado, en el primer trimestre del año previo se observaron conflictos sociales que afectaron el gasto asignado por los hogares y las decisiones de inversión de las empresas, que no se repitieron en los primeros meses de 2024. Estos factores beneficiaron el gasto privado, el cual registró una expansión de 1,2 y 0,3 por ciento en sus componentes de consumo e inversión, respectivamente. Contribuyó también al resultado del PBI la aceleración de la inversión pública respecto al cuarto trimestre de 2023 (39,9 vs 6,4 por ciento).

No obstante, las exportaciones aumentaron a un ritmo más bajo debido al menor dinamismo en los embarques de bienes no tradicionales. Finalmente, las importaciones se incrementaron a un mayor ritmo respecto al trimestre previo, producto de las mayores adquisiciones de insumos para la industria y petróleo, en línea con la recuperación de la demanda interna.

43. La expansión de 3,1 por ciento del producto prevista para 2024 estará sustentada en la recuperación de la confianza del sector privado, tras la reversión de los choques de oferta acontecidos en 2023 y en un entorno de estabilidad sociopolítica y de precios que impulse la inversión privada y el empleo, apoyando a su vez el consumo. Se espera que el gasto de los hogares aumente en un contexto de mayores ingresos reales, tasas de interés más bajas, un menor ahorro por precaución y disponibilidad de fuentes de liquidez antes intangibles, como la de los fondos de pensiones. Asimismo,





se prevé que las empresas reabastezcan los inventarios que redujeron en 2022 y 2023.

Se revisa al alza la proyección de crecimiento para 2024 de 3,0 a 3,1 por ciento, debido al avance, mayor al previsto en el Reporte de marzo, de la inversión pública. Asimismo, se estima un ligero impacto positivo de la liberación de la AFP y la CTS sobre el consumo privado, lo cual no se tenía previsto en el anterior Reporte de Inflación. De esta forma, la proyección actual considera una recomposición entre la demanda interna y externa.

Si bien se espera una recuperación de la confianza empresarial, esta se encuentra en niveles bajos y su recuperación sería más lenta que la prevista en el Reporte de marzo. Por ello, a pesar de los mayores términos de intercambio, se mantiene la proyección de la inversión privada, puesto que el optimismo empresarial suele potenciar el impacto de elevados términos de intercambio. Por el contrario, en periodos con una baja confianza empresarial, el impacto de altos términos de intercambio en la inversión privada es menor.

Se mantiene el crecimiento de 3,0 por ciento previsto para 2025, el cual estará sostenido por la expansión del consumo y de la inversión privada, en un entorno de estabilidad sociopolítica y macroeconómica que continúe favoreciendo la recuperación de la confianza empresarial y de los hogares.

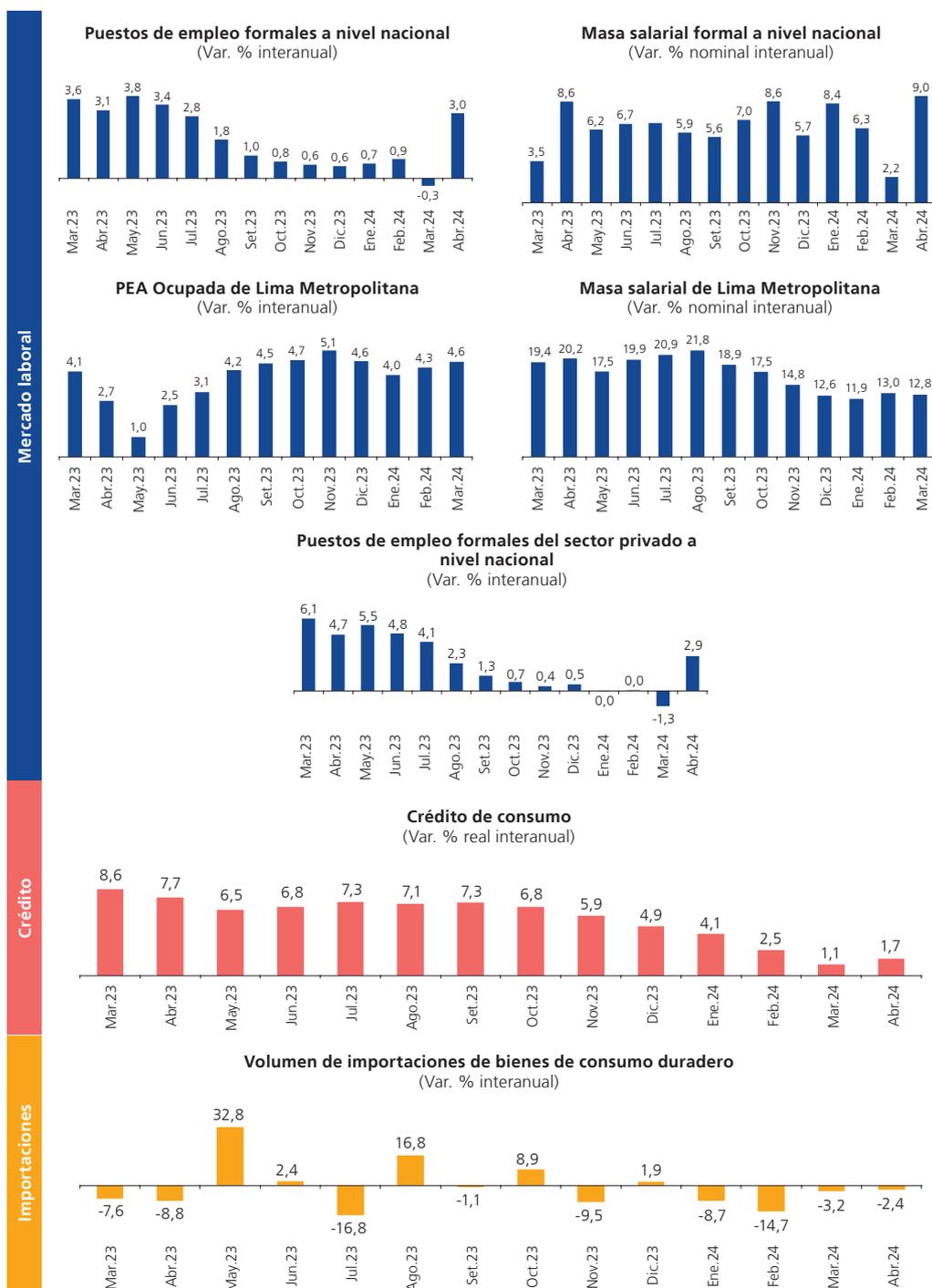
Cuadro 19
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

	2023	2024*			2025*	
		I Trim.	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
Demanda interna	-2,1	2,1	3,1	3,5	3,0	3,0
Consumo privado	0,1	1,2	2,7	2,8	2,8	2,8
Consumo público	4,6	3,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Inversión privada	-7,3	0,3	2,3	2,3	3,0	3,0
Inversión pública	2,8	39,9	4,0	12,0	4,5	4,5
Var. de inventarios (contribución)	-1,5	-0,5	0,4	0,3	0,0	0,0
Exportaciones	4,9	2,5	2,7	2,9	3,3	3,3
Importaciones	-1,4	5,4	3,0	4,6	3,1	3,3
Producto Bruto Interno	-0,6	1,4	3,0	3,1	3,0	3,0

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

44. La mayoría de los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados al consumo privado** presentan comportamientos mayormente positivos. En abril, los indicadores del mercado laboral recuperaron dinamismo, evolución que responde al mayor empleo generado en los sectores de minería, comercio, construcción, comercio y servicios. el crédito de consumo en términos reales se aceleró, luego de seis meses de pérdida de dinamismo. Por su parte, la masa salarial nominal total mantuvo un crecimiento sólido en lo que va del año.

Gráfico 46
INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO

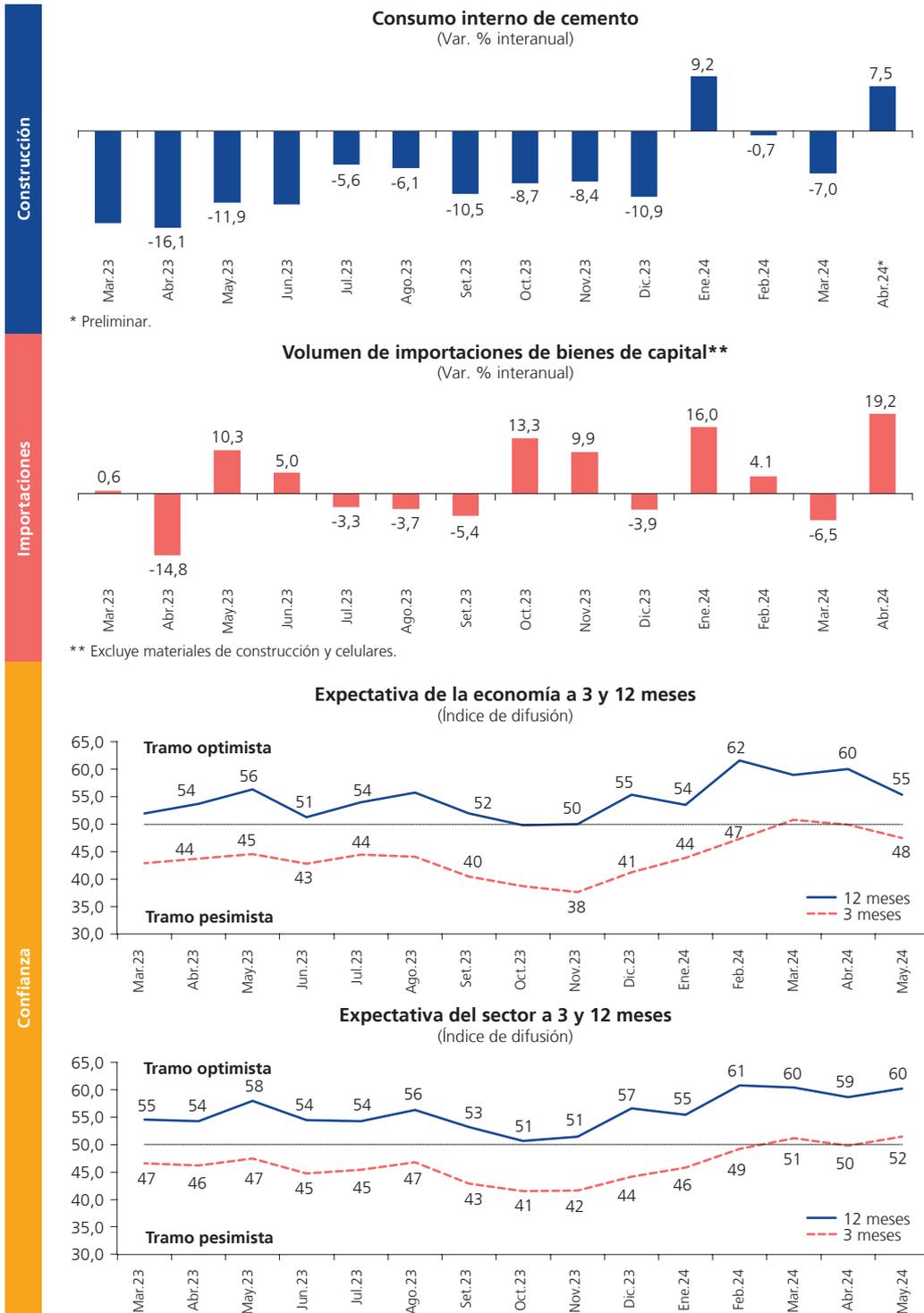


Fuente: BCRP, INEI, SUNAT y Apoyo Consultoría.

45. Los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada** también muestran una tendencia mayormente positiva. El consumo interno de cemento se contrajo en febrero y marzo, no obstante, se recuperó en abril; de la misma forma, el volumen de importaciones de bienes de capital sin materiales de construcción y celulares repuntó en el mismo mes. Por su parte, las expectativas de la economía a 3 y 12 meses se moderaron en mayo, sin embargo, las expectativas de su sector a 3 y 12 meses se recuperaron respecto a abril y se situaron en terreno optimista.



Gráfico 47
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: BCRP, SUNAT y empresas cementeras.

46. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de mayo muestra que el crecimiento proyectado del PBI del presente Reporte se encuentra dentro del rango que esperan los agentes de la economía: entre 2,6 y 3,0 por ciento para 2024 y entre 2,5 y 3,0 por ciento en 2025.

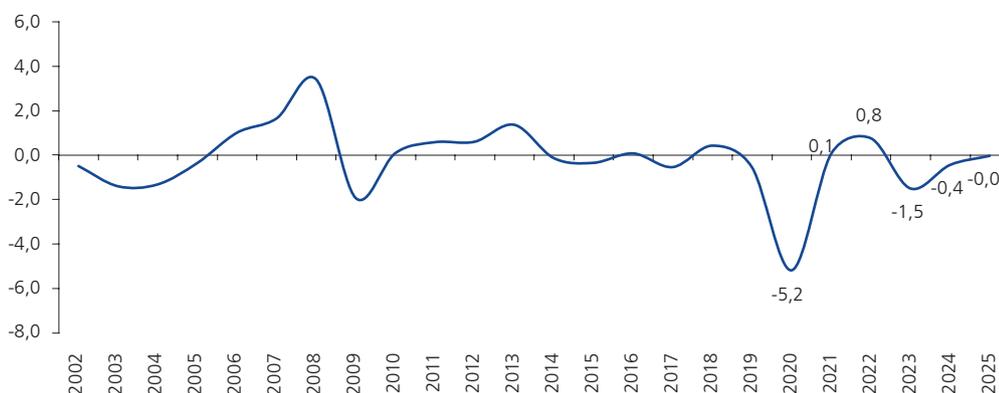
Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales reales)

	RI Dic.23	RI Mar.24	RI Jun.24*
Sistema Financiero			
2024	2,0	2,0	2,6
2025	2,5	2,5	2,5
Analistas Económicos			
2024	2,5	2,5	2,6
2025	3,0	3,0	2,5
Empresas No Financieras			
2024	2,3	2,3	3,0
2025	3,0	3,0	3,0

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

47. La **brecha del producto**, definida como la diferencia entre el PBI y el PBI potencial, se estima en -1,5 por ciento en 2023. Esta brecha negativa fue resultado de los choques de oferta y sus impactos de segunda ronda en los ingresos y confianza empresarial, lo cual ha posicionado al 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 -0,4 por ciento del PBI potencial en 2024 y este proceso continúe en 2025 hasta cerrarse dicha brecha. Estas proyecciones asumen un crecimiento del PBI potencial de 2,0 por ciento para 2024 y 2,6 por ciento para 2025.

Gráfico 48
BRECHA DEL PRODUCTO
 (Porcentaje del PBI potencial)



Fuente: BCRP.

48. El **consumo privado** del primer trimestre de 2024 aumentó 1,2 por ciento interanual. La aceleración de su tasa de crecimiento respecto al cuarto trimestre de 2023 (0,2 por ciento) se explica por la recuperación en la confianza de los hogares, en una coyuntura de recuperación de los ingresos reales.

Para 2024 se espera que el consumo privado se expanda 2,8 por ciento, en un escenario de baja inflación y recuperación del mercado laboral. Esta tasa de crecimiento es mayor a la esperada en el Reporte previo, puesto que la actual proyección incorpora el efecto de

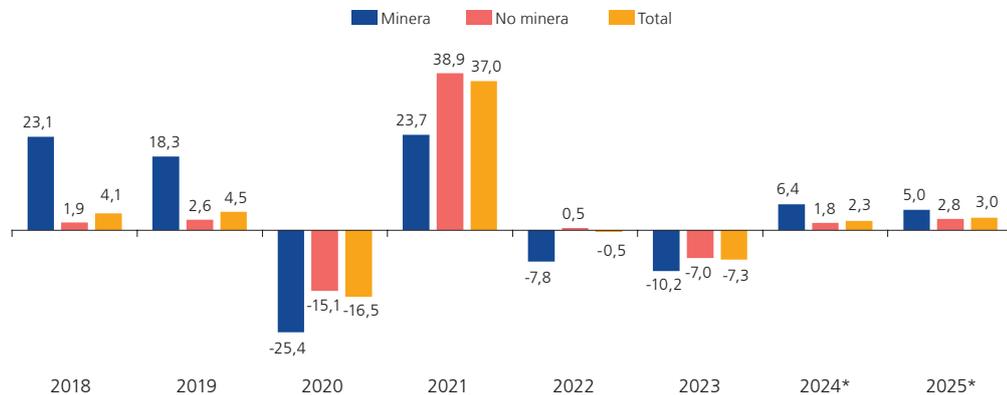


los retiros aprobados de los fondos de pensiones y de la disponibilidad de los depósitos de CTS.

49. La **inversión privada** aumentó 0,3 por ciento en el primer trimestre de 2024, sustentada en el crecimiento de los componentes minero y no minero no residencial. El resultado se explica por el incremento de desembolsos en proyectos de las mineras Las Bambas, Quellaveco y Chinalco; así como por la recuperación de la confianza empresarial, en un contexto de condiciones financieras más favorables y mejores condiciones climáticas. No obstante, la inversión residencial se contrajo en línea con la caída de la autoconstrucción.

Se espera que la inversión privada crezca 2,3 por ciento en 2024, en un entorno de estabilidad social y política, reversión de los choques de oferta relacionados al clima y mejores condiciones financieras que incentiven el crédito, que a su vez permitirán la recuperación de la confianza empresarial. Para 2025 se espera que la mayoría de estas condiciones favorables se mantengan y la inversión privada crezca 3,0 por ciento, misma tasa que la prevista en marzo.

Gráfico 49
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Cuadro 21
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real)

	Peso respecto al PBI del 2022 1/	2019	2020	2021	2022	2023	2024*		2025*	
							RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
Inversión privada	20,3	4,5	-16,5	37,0	-0,5	-7,3	2,3	2,3	3,0	3,0
Inversión residencial	6,6	4,7	-14,5	35,4	-0,3	-13,3	1,1	-0,4	2,9	2,4
Inversión no residencial	13,8	4,4	-17,5	37,8	-0,5	-4,4	2,8	3,5	3,1	3,3
Inversión minera	2,1	18,3	-25,4	23,7	-7,8	-10,2	7,8	6,4	5,7	5,0
Inversión no minera	11,6	1,3	-15,4	41,0	1,0	-3,4	2,0	2,9	2,6	3,0

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

- a. En el **sector minero**, las inversiones entre enero y marzo de 2024 ascendieron a USD 995 millones, principalmente de las empresas Anglo American Quellaveco (USD 142 millones), Antamina (USD 93 millones) y Las Bambas (USD 75 millones). La proyección para el periodo 2024-2025 considera tanto la construcción de la Fase

II del proyecto Ampliación Toromocho y de San Gabriel como el comienzo de la construcción de los proyectos Reposición Antamina, Zafranal y Corani.

- b. Respecto a los **sectores no mineros**, destaca el avance de las obras del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez con una inversión de USD 2 000 millones. La construcción del nuevo terminal de pasajeros estaría concluida a fines de 2024.

Las obras que corresponden a la primera fase del Terminal Portuario de Chancay serían inauguradas en noviembre de 2024, con una inversión de USD 1 300 millones. Este año se concluyó la ampliación del muelle sur del Callao (Muelle del Bicentenario) con una inversión de USD 350 millones. Por su parte, continúan los avances de las obras de la Línea 2 (en la cual se ha concluido el tramo I y se encuentra en etapa de prueba) y de un ramal de la Línea 4 del Metro de Lima. Además, Viettel ganó la concesión de las bandas 2.3 GHz y AWS-3 (compromiso de inversión de USD 600 millones) y el Consorcio Eléctrico Yapay obtuvo la concesión de la línea de transmisión Enlace 500 kV Huánuco - Tocache - Celendín – Trujillo (compromiso de inversión de USD 335 millones)

Cuadro 22

PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2024-2025

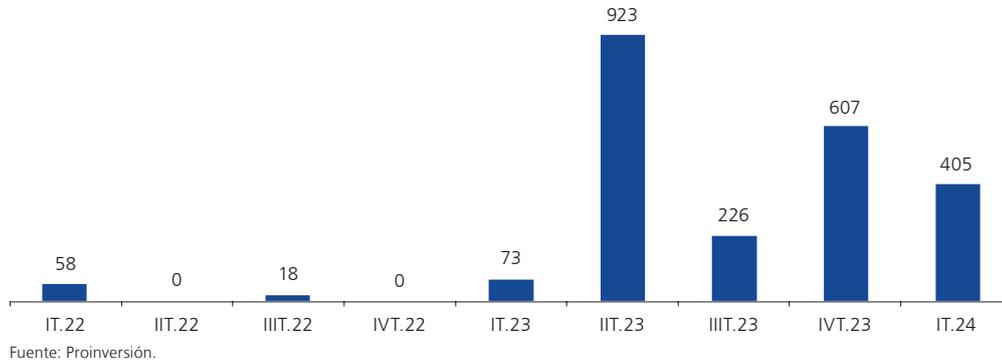
SECTOR	EMPRESA/CONSORCIO	PROYECTO
MINERÍA	Antamina	Reposición Antamina
	Zafranal	Zafranal
	Chinalco	Ampliación Toromocho Fase 2
	Bear Creek Mining	Corani
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Perú	Distribución de gas natural
ELECTRICIDAD	Huallaga Hydro	Planta Hidroeléctrica Huallaga I
	Luz del Sur	Planta Hidroeléctrica Santa Teresa II
	Consorcio Eléctrico Yapay	Enlace 500 kV Huanuco - Tocache - Celendin - Trujillo
	Hydro Global Perú	Planta Hidroeléctrica San Gaban III
	Acciona Energía	Central Solar San José
INDUSTRIA	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
	Aceros Arequipa	Ampliación de capacidad de planta
	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
TRANSPORTE	Consorcio 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 Nicolas (Marcona)
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte 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. Entre 2022 y el primer trimestre de 2024, Proinversión ha adjudicado proyectos por un total de USD 2 310 millones, principalmente líneas de transmisión eléctrica (USD 924 millones) y concesiones de telecomunicaciones (USD 600 millones). En marzo de 2024 se adjudicó el Nuevo Terminal Portuario de San Juan de Marcona por USD 405 millones.



Gráfico 50
CONCESIONES ADJUDICADAS POR PROINVERSIÓN: 2022-2024
 (Millones de USD)



Cuadro 23
PROYECTOS ADJUDICADOS POR PROINVERSIÓN
 (Millones de USD)

Año	Trimestre	Proyecto	Sector	Modalidad	Inversión Proyectada (Sin IGV)
2022	I Trimestre	Colegios de Alto Rendimiento en las regiones Pasco, Huancavelica y Cusco	Educación	Iniciativa privada	58
	II Trimestre	--			
	III Trimestre	Enlace 220 kv Reque – Nueva Carhuauquero, subestaciones, líneas y ampliaciones y SE Nueva Tumbes 220/60 kv – 75 MVA y LT 60 kv Nueva Tumbes – Tumbes	Electricidad	Concesión	18
	IV Trimestre	--			
2023	I Trimestre	Enlace 220 kv Ica – Poroma, ampliaciones y subestaciones y ITC Enlace 220 kv Cadiz – Jaén Norte (2 circuitos), ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Concesión	73
		Concesión del servicio público de telecomunicaciones a nivel nacional en los rangos de frecuencias 1 750–1 780 MHz y 2 150–2 180 MHz y 2 300–2 330 MHz	Comunicaciones	Proyectos FITEL	600
	II Trimestre	Hospital especializado en la Red Asistencial Piura de ESSALUD, distrito de Veintiséis de Octubre, provincia de Piura, departamento de Piura y Hospital Especializado Chimbote en la Red Asistencial Ancash de ESSALUD, distrito de Nuevo Chimbote, provincia del Santa, departamento de Ancash	Salud	Concesión	323
	III Trimestre	Línea de Transmisión 500 kv Subestación Piura Nueva-Frontera (Segunda Convocatoria)	Electricidad	Concesión	108
		Enlace 500 kv San José – Yarabamba, ampliaciones y subestaciones, ITC Enlace 220 kv Piura Nueva – Colán, ampliaciones y subestaciones, ITC Enlace 220 kv Belaúnde Terry – Tarapoto Norte (2 circuitos), ampliaciones y subestaciones e ITC SE Lambayeque Norte 220 kv con seccionamiento de la LT 220 kv Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam, ampliaciones y subestaciones, Subestación Piura Este de 220/60/22.9 kv	Electricidad	Concesión	118
		Enlace 500 kv Huánuco – Tocache – Celendín– Trujillo, ampliaciones y subestaciones y Enlace 500 kv Celendín – Piura, ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Concesión	607
2024	I Trimestre	Nuevo Terminal Portuario de San Juan de Marcona	Transporte	Iniciativa privada	405
Acumulado					2 310

Nota: Inversión proyectada corresponde a la inversión ofertada por la empresa/consorcio que se adjudicó el proyecto.
 Fuente: Proinversión.

- d. A junio de 2024, **Proinversión** reporta una cartera de USD 16 787 millones en proyectos de inversión para el periodo 2024-2025.

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

	Inversión estimada
Por adjudicar	16 787
18 Proyectos de Conservación de la Red Vial Nacional	2 436
Banda de Frecuencias 3.5 GHz (3,300 – 3,400 MHz y 3,600 – 3,800 MHz)	1 468
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	1 180
2 Proyectos de Rehabilitación y Conservación de la Red Vial Nacional	1 113
Ampliación de fosfatos de Bayóvar	940
Península Puerta del Pacífico	767
Parque Industrial de Ancón	762
Proyecto Chincas	650
Sistema Hídrico Integral del Valle Chancay - Lambayeque	619
Tercer Grupo de Aeropuertos (incluye Operación y Mantenimiento de Chinchero)	550
Proyecto Minero El Algarrobo	512
Obras de Cabecera para abastecimiento de agua en Lima (1era fase)	476
Ferrocarril Huancayo – Huancavelica	394
Grupo 1 – Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión	329
PTAR Trujillo	312
Terminal Portuario Chimbote	288
Colegios en Riesgo - Lima Metropolitana	255
Hospital Hipólito Unanue	250
Operación y Mantenimiento de Red Dorsal de Fibra Óptica	233
Nuevo Hospital Militar Central	230
Teleférico Choquequirao	220
Operación y mantenimiento del hospital especializado de Cajamarca	179
PTAR Huancayo	172
Servicio de agua potable en Cajamarca	159
Nuevo Hospital de Emergencias de Villa El Salvador	154
PTAR y Desaladora Paita y Talara	150
Colegios en Riesgo - Ate y San Juan de Lurigancho	140
Grupo 3 – Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión	137
Desaladora Ilo	106
PTAR San Martín	105
Grupo 4 – Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión	101
PTAR Puerto Maldonado	98
Servicio de saneamiento en Chanchamayo y Concepción	93
PTAR Chíncha	92
Colegios en Riesgo - Comas y San Martín de Porres	91
Servicio de saneamiento en Iquitos	91
Banda de Frecuencias 26 GHz (25.9 – 26.7 GHz)	87
Centro de Convenciones de Lima	78
Servicio de saneamiento en Tumbes y Contralmirante Villar	72
Colegios en Riesgo - Villa María del Triunfo	70
Nuevos terminales portuarios de Loreto (Saramiza e Iquitos)	68
PTAR Cajamarca	66
Masificación del uso de gas natural a nivel nacional - Concesión Suroeste	60
Reforzamiento de Infraestructura, Equipamiento y Mantenimiento Colegios de Cusco	59
PTAR Cusco	53
Desaladora Lambayeque	49
Servicio de saneamiento en Huaura y Barranca	44
Nuevo Terminal portuario de Pucallpa	41
Grupo 2 – Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión	37
PTAR Cañete	33
Operación y Mantenimiento del Instituto de Salud del Niño	31
Saneamiento Wash Rural Iquitos	26
Gestión de Residuos Sólidos - GIRSE	24
Servicio de saneamiento en San Ignacio	21
Teleférico San Cristóbal	16

Fuente: Proinversión.

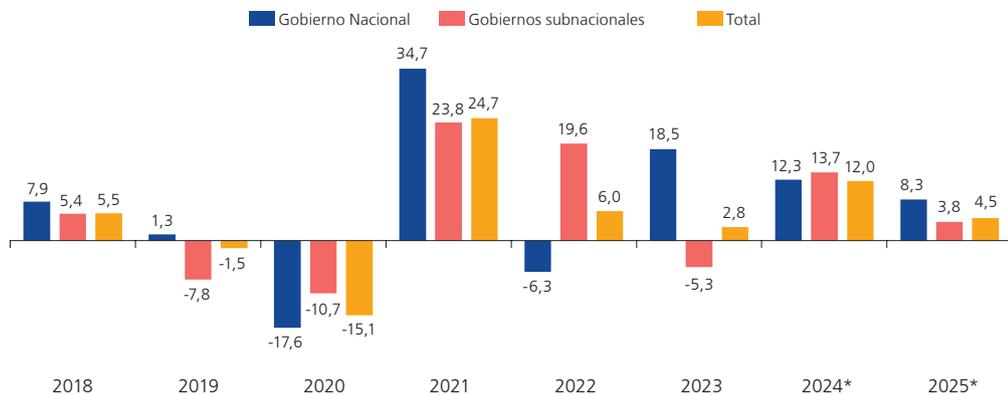
50. La **inversión pública** creció 39,9 por ciento en el primer trimestre de 2024, evolución que se explica por los mayores desembolsos en todos los niveles de gobierno, aunque destacaron aquellos de las instancias subnacionales. A nivel del Gobierno Nacional resaltaron los



proyectos en infraestructura educativa, transporte y proyectos de soluciones integrales, estos últimos bajo el programa Reconstrucción en el marco del Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido. A nivel regional resalta la ejecución de Junín, Ayacucho y Loreto, mientras que en los Gobiernos Locales, 22 de los 25 departamentos registraron mayores inversiones, destacando los gobiernos ubicados en Cusco, Lima, Áncash y Loreto.

Se prevé que la inversión pública aumente 12,0 y 4,5 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente. Respecto al Reporte anterior se revisa al alza el crecimiento de la inversión pública para 2024, de 4,0 a 12,0 por ciento, la cual se explica por el mayor avance de obras observado al primer trimestre.

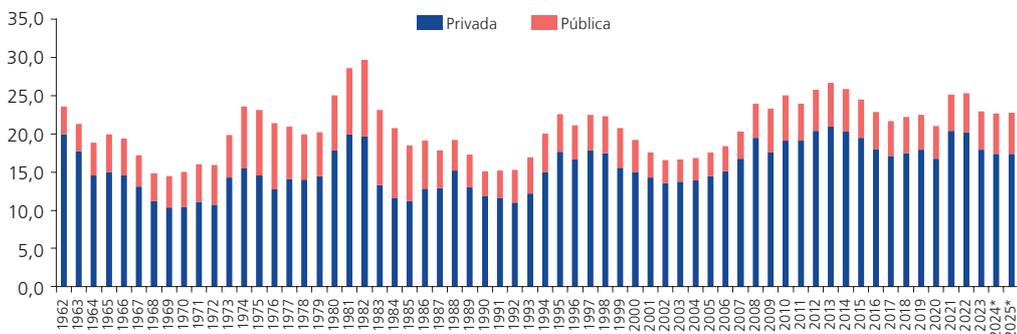
Gráfico 51
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación porcentual real)



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.

51. Se prevé que la **inversión bruta fija**, en términos del PBI, baje de 22,9 a 22,6 por ciento entre 2023 y 2024, puesto que se prevé que el crecimiento de la inversión privada no supere el producto total. Al final del horizonte de proyección, la inversión se estabilizará alrededor de 22,7 por ciento del PBI. 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 y un mayor crecimiento del PBI potencial.

Gráfico 52
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2025
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Recuadro 3

EL ROL DE LAS EXPECTATIVAS EMPRESARIALES EN LA INVERSIÓN RESIDENCIAL Y NO RESIDENCIAL

Una variable que suele caracterizar a la inversión privada es la confianza empresarial medida a través de las expectativas de las empresas. Dada su pronta disponibilidad, estas expectativas permiten adelantar el comportamiento de la inversión privada y, en consecuencia, del PBI. Un canal por destacar es qué tipo de inversión se afectaría más ante la presencia de un choque a las mencionadas expectativas. Intuitivamente se podría señalar que la confianza empresarial estaría más vinculada con aquella inversión que directamente depende de las empresas locales.

En este recuadro, se estudia la inversión privada a partir de la división en sus componentes residencial y no residencial. Este desglose facilita la identificación de la contribución de cada segmento al crecimiento total de la inversión privada. Adicionalmente, se estiman la respuesta de la inversión privada, ante un cambio en las expectativas empresariales y se encuentra que cambios en estas expectativas impactan significativamente en la inversión no residencial que no está asociada con empresas mineras.

Metodología de cálculo de la inversión residencial

La inversión residencial en cuentas nacionales considera los recursos destinados por hogares o empresas a la construcción de nuevas viviendas o a la mejora de las infraestructuras residenciales existentes. En contraste, la inversión no residencial se refiere a las actividades empresariales relacionadas con la adquisición de maquinaria, construcción de infraestructura no residencial, adquisición de tecnología, entre otros. Ambos tipos de inversión están influenciados por determinantes distintos. Mientras que la inversión no residencial dependería, entre otros factores, de las expectativas empresariales y el costo del crédito, la inversión residencial estaría afectada por factores tales como los ingresos, la demografía, el acceso al crédito o los precios de las viviendas.

En este contexto, la inversión residencial se define como los montos anuales de inversión en edificios residenciales de los Cuadros de Oferta y Utilización (COU) calculados por el INEI. A partir de esta serie, se obtiene la inversión no residencial como la diferencia entre inversión total y residencial. Además, con los datos del Ministerio de Energía y Minas de inversión de empresas mineras se estima la inversión no residencial de empresas mineras y, por diferencia, la no residencial que corresponde a empresas no mineras.

Evolución de la inversión residencial y no residencial

En los últimos 15 años, los componentes de la inversión privada han tenido un impacto diferenciado en la evolución de la inversión total. Entre 2008 y 2013, la evolución de la inversión privada estuvo determinada principalmente por la inversión minera, la cual se benefició por el incremento del precio de los metales.⁵ En este periodo, la inversión privada creció 11,8 por ciento en promedio, de los cuales 6,7 puntos porcentuales se debieron a la inversión minera. Durante el periodo 2014-2019, la inversión privada disminuyó 0,5 por ciento en promedio, por la menor inversión minera, que contribuyó negativamente (1,0 punto porcentual) a esta caída, ante la reversión del precio de los metales y el aumento de permisos y trámites necesarios para iniciar un proyecto minero⁶, entre otros factores.

5 El índice de precio de los metales aumentó en promedio 10,0 por ciento promedio anual entre 2008 y 2011 y 3,6 por ciento en el periodo 2008-2013. Luego de 2013, el precio de los metales se revirtió, disminuyendo en promedio 2,1 por ciento promedio anual en el periodo 2014-2019.

6 El número de procesos administrativos en el sector minero aumentó de 12 a 265 entre el 2001 y 2021. Artículo "Minería 2021: tramitología o consenso" del presidente del Instituto de Ingenieros de Minas del Perú (IIMP) 2021.





Durante estos años, la contribución de la inversión no residencial no minera fue positiva (0,7 puntos porcentuales), relacionado a la confianza empresarial menor que años previos, pero aún en el tramo positivo.

Entre el 2019 y el 2022, la inversión privada mostró un crecimiento promedio de 4,4 por ciento, debido a la contribución de la inversión no residencial no minera (3,7 puntos porcentuales) y la inversión residencial (1,6 puntos porcentuales). Durante este periodo destaca el sólido crecimiento que mostró la inversión residencial durante el 2021 impulsada por la perspectiva de un entorno laboral con teletrabajo, tasas de interés bajas, percepción de una mayor rentabilidad de la inversión residencial y el exceso de ahorro generado por los ingresos extraordinarios provenientes de los retiros de AFP y CTS así como los bonos. Respecto al último punto, las restricciones por el COVID-19 tuvieron un rol importante al disminuir la proporción del ingreso disponible que podía destinarse al consumo.

Durante el 2023, la inversión no residencial y no minera experimentó la menor reducción. La mayor caída en este tipo de inversión se dio en el primer trimestre (12,1 por ciento), asociado al deterioro de la confianza empresarial, luego del cual mostró una mejora con tasas de crecimiento positivas a partir del cuarto trimestre (6,4 por ciento). La inversión minera también ha mostrado mejoras a partir del segundo trimestre con tasas positivas desde el cuarto trimestre (0,5 por ciento). Por su parte, la inversión residencial evidenció un menor dinamismo a partir de 2022 (-0,3 por ciento) debido a una menor demanda de viviendas, incremento de costos, mayores tasas de interés y el agotamiento de los excesos de ahorro.

En general, la inversión residencial ha mantenido tasas de crecimiento positivas incluso cuando la inversión privada disminuyó. Así, en el periodo de análisis 2008-2023, la inversión residencial y la inversión privada disminuyeron en simultáneo en los años 2015, 2020, 2022 y 2023.

INVERSIÓN PRIVADA

(Variación porcentual real)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inversión privada	23,9	-8,8	25,8	11,0	15,6	7,1	-2,0	-4,3	-5,0	0,0	4,1	4,5	-16,5	37,0	-0,5	-7,3
Inversión residencial	9,2	4,2	15,6	4,3	14,7	8,2	2,3	-2,3	1,5	0,1	1,8	4,7	-14,5	35,4	-0,3	-13,3
Inversión no residencial	31,0	-14,1	30,7	13,9	16,0	6,7	-3,7	-5,2	-7,9	0,0	5,2	4,4	-17,5	37,8	-0,5	-4,4
Inversión minera	25,5	80,1	38,3	84,8	13,0	18,0	-8,5	-11,1	-50,8	12,4	23,1	18,3	-25,4	23,7	-7,8	-10,2
Inversión no minera	31,5	-21,8	29,3	-0,4	17,1	2,6	-1,8	-2,9	7,3	-2,0	1,9	1,3	-15,4	41,0	1,0	-3,4

1/ A precios de 2007.

Evolución de la inversión y la confianza empresarial

La evolución de la inversión privada estaría estrechamente vinculada a la confianza empresarial. En el Recuadro 3 del Reporte de Inflación de junio de 2023 se documenta que los cambios en la confianza empresarial son importantes para explicar la evolución de la actividad económica. Por ejemplo, una reducción en 5 puntos porcentuales del índice de la expectativa de la economía a tres meses contrae la inversión privada en 0,68 por ciento en el trimestre siguiente al choque.⁷

En el siguiente cuadro se muestra los coeficientes de correlación de la inversión privada para los diferentes tipos de inversión. Un hecho a resaltar es que la variación porcentual de la inversión no residencial con la

7 En el recuadro: "Confianza empresarial y actividad económica" <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2023/junio/reportes-de-inflacion-junio-2023.pdf>

confianza empresarial, rezagada dos periodos, registra una alta correlación en el periodo 2008 y 2019. En cambio, la inversión residencial y la inversión no residencial minera muestran una menor correlación con la confianza empresarial. Cabe señalar que estas correlaciones son significativamente menores cuando se incluye el periodo de la pandemia por el Covid-19 (2020-2023).

CORRELACIÓN CON CONFIANZA EMPRESARIAL

(Sector 3 meses)

	IT. 2008 - IVT. 2019	IT. 2008 - IT. 2024
Inversión privada (T+1)	0,81	0,28
Inversión residencial (T)	0,51	0,08
Inversión no residencial (T+2)	0,84	0,38
Inversión no residencial minera (T)	0,19	0,32
Inversión no residencial no minera (T+2)	0,74	0,27

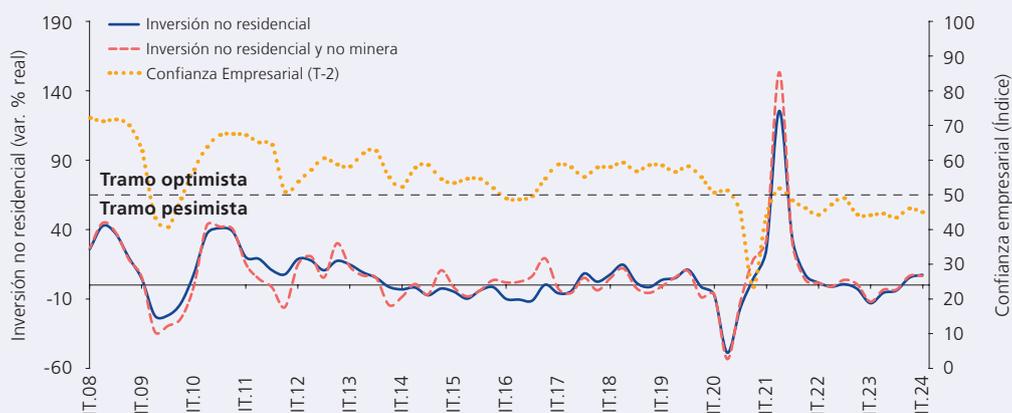
Nota: Correlación calculada entre la confianza empresarial y el rezago del tipo de inversión de máxima correlación.

Dentro del periodo de análisis, 60 por ciento de las veces que la confianza empresarial rezagada dos periodos estuvo en terreno negativo, la inversión no residencial ha registrado una tasa negativa. Este hecho soporta la idea de que factores tales como estabilidad política e institucional, facilidad para hacer negocios o predictibilidad de la política económica que afectan de modo positivo a la confianza empresarial, tendrían un impacto positivo también en la inversión no residencial y no minera.

Luego del año 2022, la confianza empresarial se ha mantenido en el tramo pesimista, lo cual ha sido acompañado de tasas de crecimiento negativas en la inversión no residencial. Solo en el tercer trimestre de 2022 la inversión no residencial registró tasas positivas, periodo en el que las expectativas mostraron una ligera recuperación, aunque sin pasar al tramo positivo. Durante los últimos trimestres de 2023, la confianza empresarial y la inversión no residencial registraron un ligero incremento.

INVERSIÓN NO RESIDENCIAL Y CONFIANZA EMPRESARIAL

(Variaciones porcentuales reales e índice)



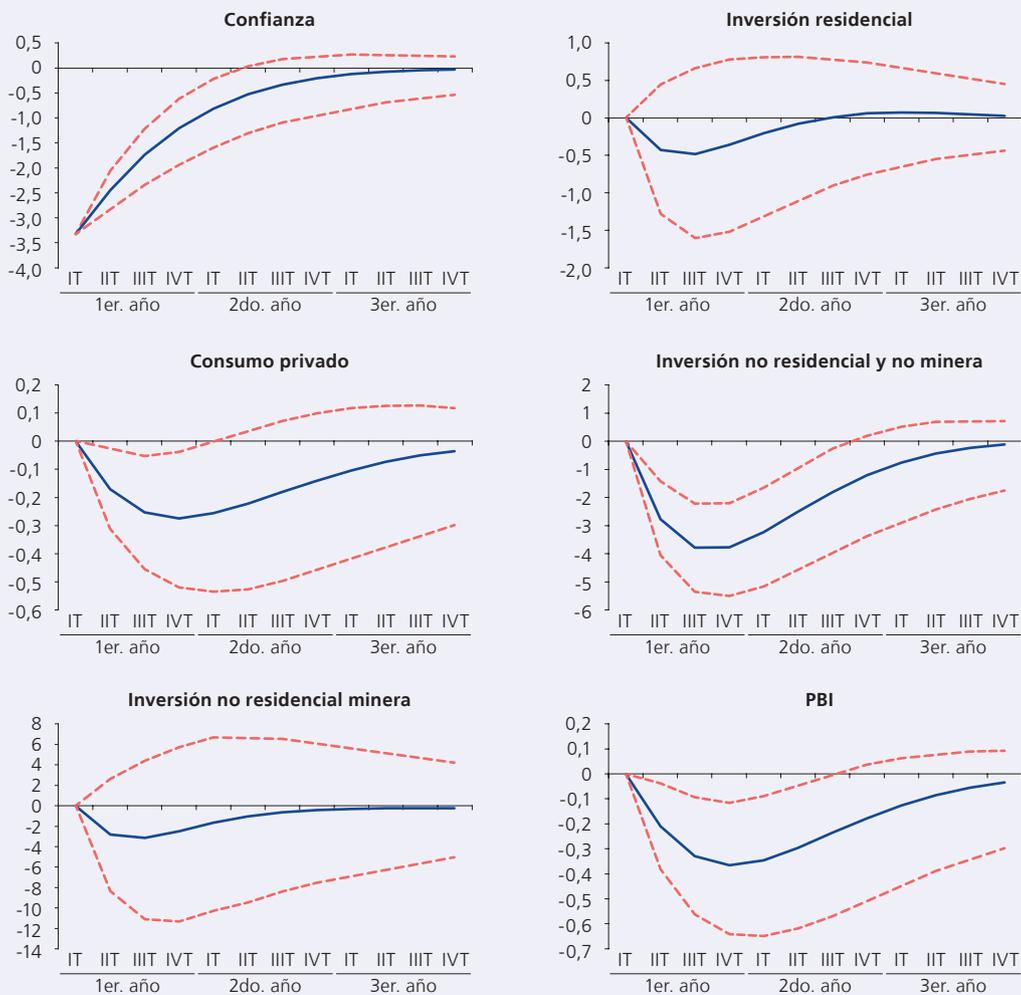
Efecto de un choque en la confianza empresarial sobre la inversión privada

Para estimar la respuesta de la inversión privada residencial y no residencial, minera y no minera, ante un cambio en las expectativas se estima un modelo de vectores autorregresivos estructurales SVAR con identificación recursiva (o Choleski). Las variables ordenadas de más exógenas a endógenas



corresponden a inversión residencial, inversión no residencial minera, inversión no residencial no minera, PBI, consumo privado y confianza empresarial. La variable términos de intercambio se incluye como una variable exógena⁸. La estimación se realizó con información trimestral desde 2002 a 2019.

En los siguientes gráficos se muestran los efectos de una contracción en el índice de confianza empresarial. Se observa que la inversión no residencial no minera es la única con un impacto estadísticamente significativo ante un choque en las expectativas empresariales, mientras que la inversión minera o la residencial, en promedio, no registran cambios estadísticamente significativos. Asimismo, la caída de la confianza impacta negativamente en el consumo privado y la producción doméstica.



Impulsos respuestas a un choque negativo de una desviación estándar en la confianza del sector empresarial. Las bandas representan un intervalo de confianza de 68 por ciento.

8 Por lo general, los choques domésticos de una economía pequeña y abierta tienen poco impacto en las variables internacionales. Por ello, los términos de intercambio se consideran como una variable exógena en un sistema de ecuaciones que representa a la economía doméstica.

A modo de conclusión

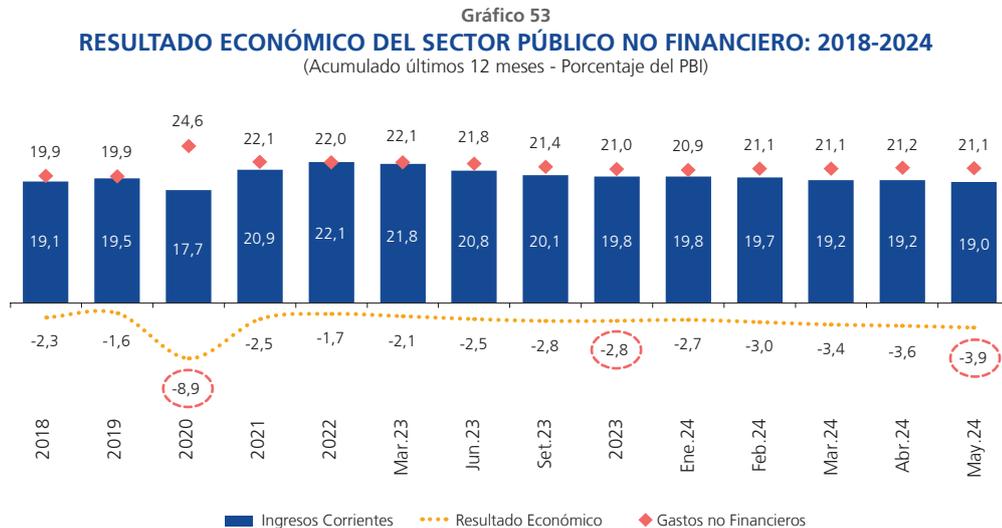
El presente análisis sugiere que hay una relación entre las expectativas empresariales y la inversión de las empresas que no son mineras y se destinan a proyectos privados no residenciales. Ello estaría asociado con eventos en los años 2021-2023 en los cuales, las expectativas estuvieron por debajo de su nivel de optimismo, lo que se reflejó en una inversión privada negativa que persistió hasta fines de 2024. Desde el 2021 la confianza empresarial se ha deteriorado, siendo el periodo más largo en que la confianza empresarial ha estado en terreno negativo. Esto ha coincidido con la desaceleración y caída de la inversión no residencial que ha continuado hasta el tercer trimestre de 2023 por una ligera mejora de la confianza empresarial. En cambio, en periodos como 2014-2019, a pesar de la caída de la inversión minera, la inversión no residencial no minera aumentó debido a que la confianza empresarial se mantuvo positiva.

En un ejercicio impulso – respuesta se encontró que un choque negativo de una desviación estándar en las expectativas de los empresarios contrae la inversión no residencial no minera en 3,8 puntos porcentuales a lo largo de 5 trimestres.



IV. Finanzas públicas

52. El **déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses** aumentó del 2,8 al 3,9 por ciento del PBI entre diciembre de 2023 y mayo de 2024, debido principalmente a la reducción de los ingresos corrientes. Los ingresos estuvieron afectados por la menor regularización anual del impuesto a la renta (IR), en lo que influyó el menor nivel de actividad económica y de precios de exportación, así como la postergación del plazo de presentación de la declaración jurada anual y regularización de las personas naturales y MYPE de marzo-abril a mayo-junio de 2024. En menor medida, influyeron los mayores gastos no financieros como porcentaje del PBI y el resultado primario más bajo de las empresas estatales.



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

La contracción de los ingresos corrientes en términos del producto, según componentes, se debió en mayor magnitud al rubro de ingresos tributarios, especialmente del IR por regularización y el IR a las personas jurídicas domiciliadas, así como del impuesto general a las ventas (IGV) aplicado a las importaciones. En menor medida, contribuyeron los menores ingresos no tributarios, dentro de los cuales destacaron los rubros de regalías y canon petrolero y gasífero e intereses percibidos por depósitos del Tesoro Público.

El aumento de los gastos no financieros como porcentaje del producto se debió fundamentalmente a los mayores gastos en: (i) formación bruta de capital en los tres

niveles de gobierno (que alcanzó niveles históricamente altos, en el caso de los Gobiernos Regionales) y (ii) remuneraciones, por el aumento salarial otorgado tanto al sector educación y salud, como a los distintos regímenes laborales del sector público a fines del año anterior.

53. Se proyecta que el **déficit fiscal** se mantenga en 2,8 por ciento del PBI entre 2023 y 2024, en línea con el límite máximo establecido por el texto aprobado en primera votación por el Congreso sobre el proyecto de facultades legislativas en materia de equilibrio fiscal. Hacia el final del horizonte de proyección, se espera que el déficit se reduzca a 1,6 por ciento del PBI.

La proyección de 2024 considera una reducción de los gastos no financieros como porcentaje del PBI, principalmente en gastos corrientes, debido a la disipación de gastos extraordinarios incurridos en programas de naturaleza transitoria (Con Punche Perú y Emergencia-FEN) e influenciada, en parte, por la implementación de medidas que limitan el gasto no esencial (Decreto de Urgencia N° 006-2024). Paralelamente, se espera que los ingresos corrientes se incrementen en 4,4 por ciento en términos reales, luego de haber registrado una drástica caída en el año previo (la mayor caída desde 2009 exceptuando la pandemia), aunque como porcentaje del PBI registrarían una reducción. Esta evolución del déficit sería reforzada por el menor resultado primario de las empresas estatales y el mayor pago de intereses de la deuda interna.

El menor déficit fiscal de 2025 contempla el retorno al proceso de consolidación de las finanzas públicas, dado un contexto de recuperación de los ingresos corrientes, impulsados por precios de exportación más altos y el mayor dinamismo de la actividad económica. Asimismo, esta proyección considera una parcial recuperación del resultado primario de las empresas estatales, explicado principalmente por Petroperú.

En comparación con el Reporte de marzo, se revisa al alza la proyección del déficit fiscal de 2,0 a 2,8 por ciento del producto para 2024 y de 1,5 a 1,6 por ciento del PBI para 2025. La revisión al alza para 2024 se explica principalmente por el menor avance registrado en la recaudación de ingresos hasta mayo, la revisión a la baja del resultado primario de las empresas estatales y los mayores gastos en formación bruta de capital. Este último factor, implica un punto de partida más alto para 2025, lo que explica la revisión al alza del déficit fiscal proyectado para dicho año.

El nivel de déficit fiscal alcanzado a mayo, no es consistente con el principio de sostenibilidad contenido en el marco de responsabilidad fiscal que viene aplicándose en el país durante las últimas décadas, y que constituye uno de los fundamentos de la estabilidad macroeconómica. La convergencia al límite de 2,8 por ciento del PBI para este año, considera no solo una recuperación de los ingresos, en línea con los supuestos de la proyección, sino también de un estricto control de los gastos en lo que resta del año. Esto último es importante puesto que, el gasto de la cobertura presupuestal debería ser menor que el previsto en el Presupuesto Institucional de Apertura, para alcanzar este nivel de déficit.

Para 2025, la proyección de ingresos y un crecimiento prudente del gasto público (crecimiento real del 4,0 por ciento) permitiría un avance importante en la consolidación fiscal (déficit de 1,6 por ciento). La cautela en el gasto público es particularmente necesaria en un marco de incremento de los precios internacionales, pues estos podrían ser de naturaleza transitoria.



Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)

	2023	2024*			2025*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,8	19,0	20,2	19,6	20,7	20,7
<i>Variación % real</i>	-10,2%	-7,2%	4,9%	4,4%	6,5%	9,4%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	21,0	21,1	20,5	20,6	20,5	20,7
<i>Variación % real</i>	-4,1%	-0,4%	1,0%	3,5%	4,0%	4,0%
<i>Del cual:</i>						
<i>Gasto corriente</i>	15,7	15,6	15,3	15,1	15,2	15,0
<i>Variación % real</i>	-1,4%	1,8%	1,1%	1,5%	2,8%	3,2%
<i>Formación bruta de capital</i>	4,6	5,0	4,7	5,0	4,8	5,0
<i>Variación % real</i>	0,2%	10,9%	4,5%	13,0%	4,9%	5,5%
3. Otros^{2/}	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,1	-2,2	-0,3	-1,2	0,3	0,1
5. Intereses	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
6. Resultado económico	-2,8	-3,9	-2,0	-2,8	-1,5	-1,6

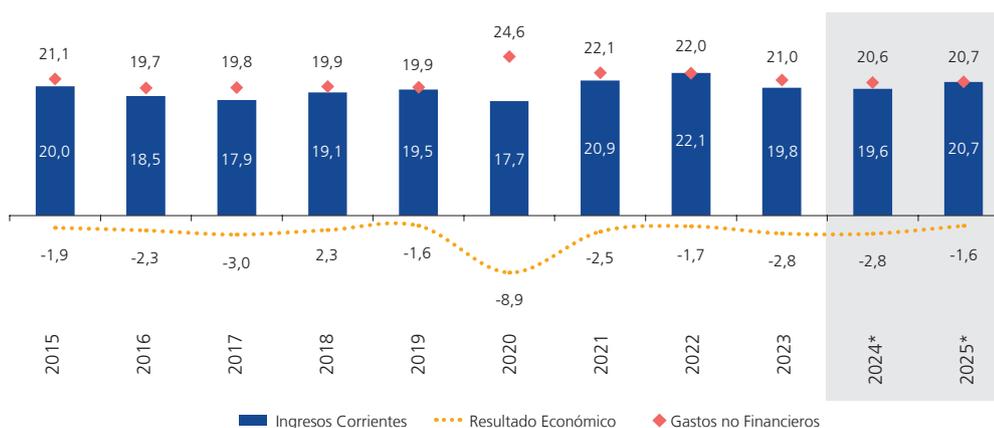
1/ Los ratios en porcentaje del PBI y las variaciones porcentuales reales representan el acumulado en los últimos doce meses a mayo.

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 54
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2025
 (Porcentaje del PBI)



Nota: El resultado económico se calcula como ingresos corrientes del Gobierno General – gastos no financieros del Gobierno General + otros (ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales) – pago de intereses por deuda del Sector Público No Financiero.

*Proyección.

Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

54. Se prevé que los **ingresos corrientes** muestren una expansión real de 4,4 por ciento en 2024 y como porcentaje del PBI representen 19,6 por ciento, nivel inferior en 0,2 p.p. al registrado al cierre de 2023.

Se estima que el aumento real de los ingresos se deba, en primer lugar, al mayor dinamismo de la actividad económica, que se traducirá en una mayor recaudación del IR, IGIV interno e ISC. En segundo lugar, se esperan mayores ingresos por IR a personas jurídicas, regalías mineras e impuesto especial a la minería, dada la mayor previsión de los precios

de minerales de exportación. En tercer lugar, el aumento del valor de importaciones, especialmente en insumos y bienes de capital, resultarán en un incremento del IGV aplicado a estos conceptos. En cuarto lugar, las mayores ventas de combustibles y los demás bienes gravados con el ISC, contribuirán a un aumento en la recaudación de este rubro. Por último, se considera un aumento en las contribuciones sociales, reflejo de la recuperación prevista del empleo.

La revisión a la baja de la proyección para 2024 –de 20,2 a 19,6 por ciento del PBI– toma en cuenta el menor avance registrado hasta mayo respecto al previsto en el Reporte de marzo, fundamentalmente en los rubros de IR e IGV.

Se proyecta que los ingresos corrientes se incrementen en 9,4 por ciento en términos reales en 2025 y se ubiquen en 20,7 por ciento del PBI (nivel similar al Reporte previo). Esta evolución considera un nivel más alto de los precios de minerales de exportación en el horizonte de proyección, así como la recuperación económica prevista, factores que se traducirían en una mayor recaudación del IR e IGV, así como en el impuesto especial y regalías mineras. Adicionalmente, tomando en cuenta la recuperación de la actividad económica en 2024, se asume una mayor regularización del IR en la campaña de 2025; así como ingresos provenientes de la venta de empresas del sector electricidad.

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

	2023	2024*			2025*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,1	14,5	15,5	15,0	15,9	16,0
Impuesto a la renta (IR)	6,3	6,0	6,2	6,2	6,6	7,2
Impuesto General a las Ventas (IGV)	8,4	8,2	8,7	8,3	8,7	8,3
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9
Impuesto a las importaciones	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Devolución de impuestos	-2,4	-2,4	-2,4	-2,2	-2,4	-2,3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,7	4,5	4,7	4,6	4,8	4,7
Contribuciones sociales	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0
Recursos propios y transferencias	1,0	1,0	1,4	1,0	1,5	1,0
Canon y Regalías	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Resto	1,0	0,9	0,5	1,0	0,5	0,9
TOTAL	19,8	19,0	20,2	19,6	20,7	20,7

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gastos no financieros

55. Para 2024 se espera un crecimiento del **gasto no financiero** de 3,5 por ciento en términos reales y que éste se sitúe en 20,6 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,4 p.p. a la de 2023. En este crecimiento real se contempla un incremento de los gastos corrientes, especialmente en remuneraciones, así como en formación bruta de capital (en línea con los datos ejecutados). Sin embargo, esta evolución sería compensada parcialmente por los menores desembolsos en transferencias corrientes y otros gastos de capital, asociados al retiro de medidas temporales implementadas en 2023 (en programas como Con Punche Perú y Emergencia-FEN); asimismo sería explicada, en parte, por las medidas que limitan





el crecimiento del gasto en partidas presupuestarias consideradas no críticas (Decreto de Urgencia N° 006-2024).

Se proyecta que los gastos no financieros registren una expansión real de 4,0 por ciento en 2025, y como porcentaje del PBI se ubiquen en 20,7 por ciento, cifra ligeramente superior (0,1 p.p. del producto) a la proyectada para 2024. Este incremento se atribuye principalmente al mayor gasto estimado en formación bruta de capital, en un contexto de consolidación de los gastos corrientes, lo que permitiría reasignar mayores recursos a la inversión.

La proyección de gastos para 2024 y 2025, respecto a lo previsto en el Reporte anterior, se incrementa en términos del producto de 20,5 a 20,6 por ciento para 2024 y de 20,5 a 20,7 por ciento para 2025, debido al mayor dinamismo de la inversión en los tres niveles de gobierno.

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

	2023	2024*			2025*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.24	RI Jun.24	RI Mar.24	RI Jun.24
GASTO CORRIENTE	15,7	15,6	15,3	15,1	15,2	15,0
Gobierno Nacional	10,0	9,8	9,8	9,6	9,8	9,7
Gobiernos Regionales	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,6
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,7	1,8	1,6	1,7
GASTO DE CAPITAL	5,3	5,5	5,2	5,5	5,4	5,7
Formación Bruta de Capital	4,6	5,0	4,7	5,0	4,8	5,0
Gobierno Nacional	1,7	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
Gobiernos Regionales	1,1	1,2	1,0	1,2	1,0	1,2
Gobiernos Locales	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
Otros	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
TOTAL	21,0	21,1	20,5	20,6	20,5	20,7
Gobierno Nacional	12,4	12,1	12,0	11,9	12,2	12,3
Gobiernos Regionales	5,0	5,2	4,9	5,0	4,8	4,8
Gobiernos Locales	3,6	3,8	3,6	3,7	3,6	3,6

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

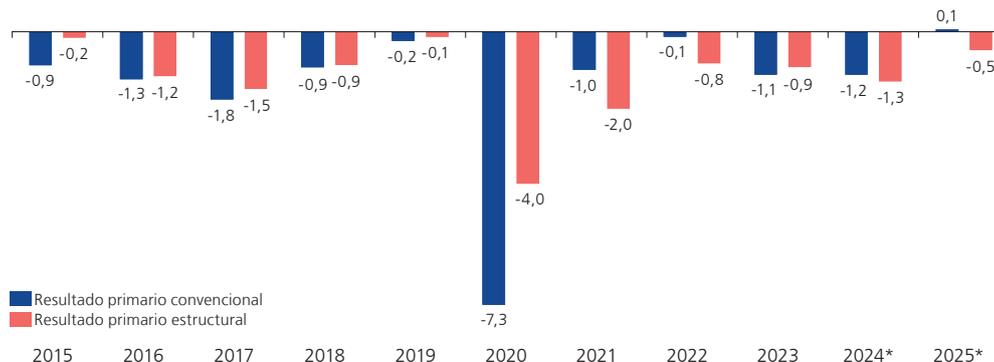
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Postura fiscal

56. El **resultado primario estructural** es una medida que deduce de las cuentas fiscales el impacto de los componentes cíclicos, transitorios y extraordinarios que afectan a la economía, con el fin de poder evaluar los cambios en el balance fiscal asociados a medidas discrecionales de política fiscal. Se estima que el déficit primario estructural será de 1,3 y 0,5 por ciento del PBI potencial para 2024 y 2025, respectivamente. La evolución del déficit primario estructural refleja un estímulo fiscal para 2024, ligeramente mayor que el del año previo, debido al repunte del gasto en formación bruta de capital. Para 2025, se prevé una reducción de esta tendencia, en línea con los mayores ingresos estructurales y el control del gasto público.

Gráfico 55
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2015-2025**
(Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección.

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

Financiamiento y deuda

57. Se prevé que los **requerimientos de financiamiento** retrocedan en 2024 respecto al año anterior, debido a la disminución en la amortización de la deuda interna y externa. Este último desarrollo está explicado en parte por la Operación de Administración de Deuda (OAD) de 2023, que implicó una menor carga financiera. Cabe mencionar que, a la fecha de publicación de este Reporte, se viene desarrollando una OAD, cuyos resultados recién se conocerán con posterioridad, por lo cual las cifras de la proyección no la incluyen.

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

	2023	2024*			2025*	
		Ene-May	Ri Mar.24	Ri Jun.24	Ri Mar.24	Ri Jun.24
I. USOS	53 593	4 500	32 023	41 257	25 379	27 497
1. Amortización	25 419	1 843	10 472	10 597	9 100	8 943
a. Externa	9 910	1 363	3 859	3 811	8 365	8 170
b. Interna	15 509	480	6 613	6 785	735	773
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	596	218	496	494	550	550
2. Resultado económico ^{1/}	28 174	2 656	21 551	30 661	16 279	18 554
II. FUENTES	53 593	4 500	32 023	41 257	25 379	27 497
1. Desembolsos y otros	37 882	8 422	30 783	26 584	26 908	28 540
a. Créditos externos	7 402	4 210	8 783	8 584	8 908	10 240
b. Bonos globales y soberanos	30 480	4 212	22 000	18 000	18 000	18 300
2. Variación de depósitos y otros ^{2/}	15 711	-3 922	1 240	14 673	-1 529	-1 043

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta

Saldo de depósitos públicos

32,9

22,5

10,4

32,4

22,3

10,0

33,8

24,4

9,4

32,5

24,0

8,4

33,5

24,7

8,9

32,9

24,8

8,1

1/ Signo negativo indica superávit.

2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección.

Ri: Reporte de Inflación.

Nota: Estas proyecciones no incluyen la operación de administración de deuda en curso (R.M. N° 205-2024-EF/52) al momento de la publicación del presente Reporte.

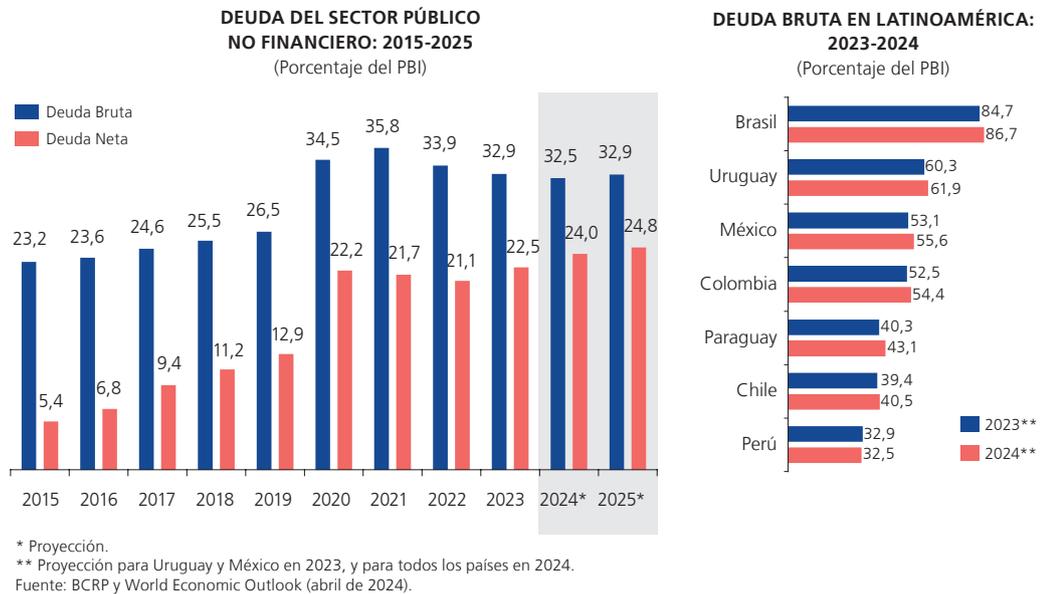


Respecto al Reporte de marzo se revisa al alza la proyección de los requerimientos de financiamiento en el horizonte de proyección, aunque en una mayor cuantía para 2024, explicado por el mayor déficit fiscal nominal esperado para ambos años. En relación con las **fuentes de financiamiento**, se prevé un mayor uso de depósitos públicos para 2024 y mayores desembolsos por créditos externos para 2025, con respecto al Reporte previo.

58. Se proyecta que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se incremente de 22,5 a 24,0 por ciento del PBI entre 2023 y 2024 y se ubique en 24,8 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Por su parte, se prevé que la deuda bruta del Sector Público No Financiero pase de 32,9 a 32,5 por ciento del PBI entre 2023 y 2024, y retorne a 32,9 por ciento del PBI para 2025.

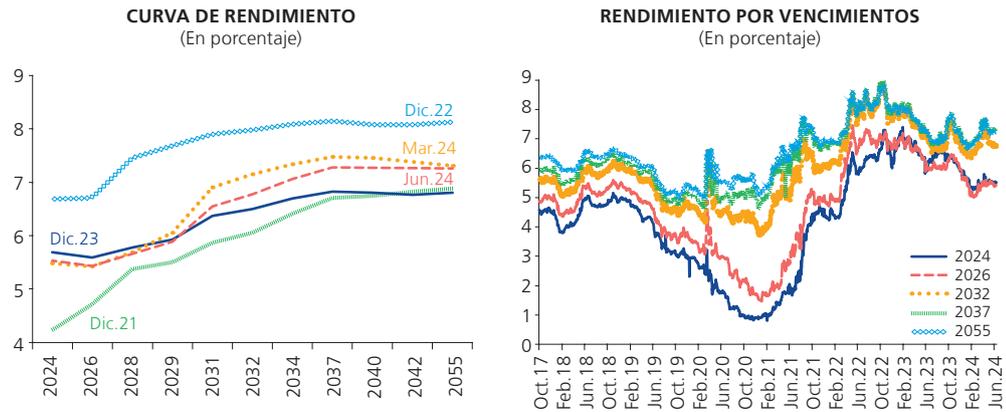
La diferencia entre la variación de la deuda neta y deuda bruta proyectada al 2025 obedece al manejo esperado de los depósitos públicos, cuyo porcentaje respecto al PBI se proyecta que disminuirá. La proyección de la deuda pública se ubicaría entre las más bajas de la región.

Gráfico 56



59. Las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP) con tasa de interés fija en soles han mostrado comportamientos mixtos por tramos durante el segundo trimestre, hasta junio de 2024. En el tramo corto, la tasa de interés del BTP 2024 acumula un incremento de 5 puntos básicos; mientras que en los tramos medio y largo las tasas de interés disminuyeron en promedio 21 puntos básicos, asociado a la demanda de los inversionistas no residentes. El 25 de abril, la agencia S&P Global Rating redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB- y en moneda local de BBB+ a BBB por la incertidumbre política que limita el crecimiento económico.

Gráfico 57



Al 14 de junio.
Fuente: MEF.

Entre el 27 de marzo y el 14 de junio de 2024, se observa un incremento en el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años en moneda local en todos los países de la región a excepción de Perú. Así, los bonos de Brasil, México, Colombia y Chile aumentaron en 92, 90, 79, y 13 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, la tasa de rendimiento disminuyó de 7,34 a 7,06 por ciento en lo que va del segundo trimestre de 2024.

Gráfico 58
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)



Al 14 de junio.
Fuente: MEF y Reuters.

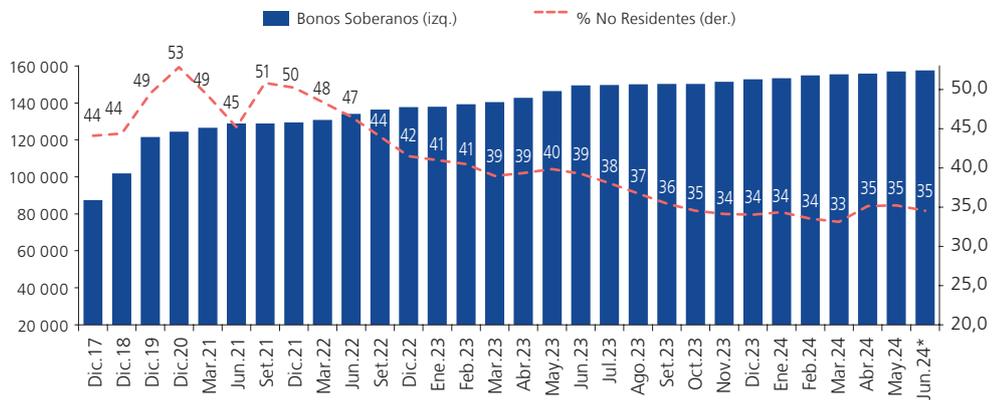
Por su parte, las tasas de rendimiento de los bonos globales peruanos en dólares han experimentado un incremento en todos los tramos de la curva de rendimiento en lo que va del segundo trimestre, acumulando una desvalorización promedio de 14 puntos básicos. En particular, la tasa de rendimiento del bono peruano a 10 años subió de 5,48 a 5,62 por ciento, mientras que la tasa de rendimiento del bono estadounidense aumentó



de 4,19 a 4,22 por ciento. Por su parte, el EMBIG Perú aumentó de 151 a 166 puntos básicos durante el periodo analizado.

El saldo de bonos soberanos, al 14 de junio, se ubica en S/ 157 739 millones, mayor en S/ 2 175 millones al de marzo de 2024. En el segundo trimestre, las AFP son los principales ofertantes de bonos, mientras que, por el lado de la demanda destacan los inversionistas no residentes y las empresas bancarias. La participación de los inversionistas no residentes aumentó de 33,4 por ciento en marzo a 34,6 por ciento en junio, revirtiendo la tendencia decreciente observada en los meses previos.

Gráfico 59
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
 (Millones de soles y porcentaje)



*Información al 14 de junio.

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

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

60. Luego de mantener la tasa de interés de referencia en 6,25 en marzo, entre abril y mayo de 2024, el Directorio del BCRP decidió reducir la tasa de referencia en 25 puntos básicos en cada oportunidad, y la mantuvo inalterada en el mes de junio, con lo cual la tasa de interés de referencia se ubicó en 5,75 por ciento al cierre de este Reporte de Inflación. Cabe resaltar que en marzo se aprobó reducir la tasa de encaje en moneda nacional de 6,0 a 5,5 por ciento, vigente a partir de abril, medida que busca complementar la flexibilización monetaria iniciada en setiembre del año pasado.

En las notas informativas en este trimestre se reiteró que futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes. Desde setiembre de 2023 hasta junio de 2024, la tasa de interés de referencia acumula una reducción de 200 puntos básicos. En este periodo, la tasa de inflación objetivo a doce meses disminuyó de 5,58 por ciento en agosto de 2023 a 2,0 por ciento en mayo de 2024, periodo en el que en todo momento la tasa de interés real de política monetaria del BCRP se mantuvo como una de las más bajas entre los países grandes de la región.

Gráfico 60
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

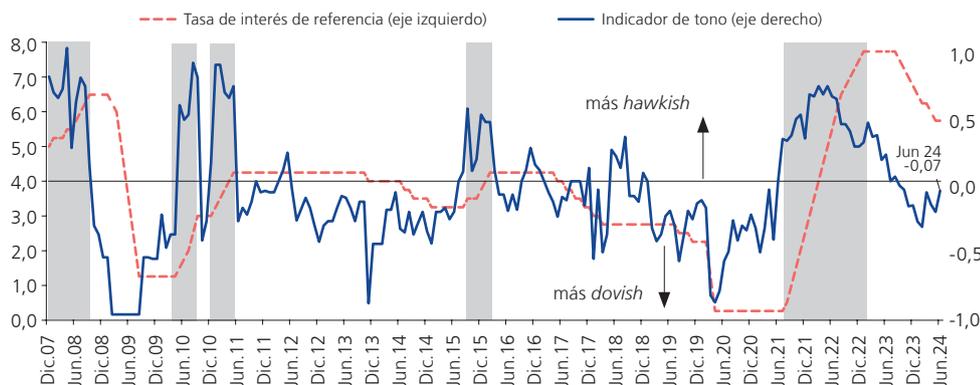
61. Las decisiones de política monetaria entre abril y junio de 2024 tomaron en consideración que:





- Entre marzo y mayo de 2024, la tasa de inflación a doce meses disminuyó de 3,0 a 2,0 por ciento, en el centro del rango meta. Por su parte, la tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses fue 3,1 por ciento, tanto en marzo como en mayo, por encima del límite superior del rango meta. La inflación sin alimentos y energía muestra cierta persistencia asociada a algunos rubros de servicios.
 - Luego de la reducción significativa de las tasas de inflación en el resto del mundo entre el segundo trimestre de 2022 y fines de 2023, en algunas economías se observa una leve persistencia en las tasas interanuales. Sin embargo, se espera que la inflación continúe disminuyendo de manera gradual a lo largo del año.
 - Se proyecta que la inflación interanual se mantenga alrededor del centro del rango meta en el horizonte de proyección.
 - Las expectativas de inflación a doce meses disminuyeron de 2,62 por ciento en abril a 2,56 por ciento en mayo, ubicándose dentro del rango meta de inflación.
 - En mayo, la mayoría de los indicadores de situación actual se recuperó, mientras que los de expectativas registraron resultados mixtos. La mayoría de indicadores de expectativas sobre la actividad económica se ubica en el tramo optimista.
 - Las perspectivas de la actividad económica mundial apuntan hacia un crecimiento moderado en un contexto de menores presiones inflacionarias. Sin embargo, subsiste la volatilidad en los mercados financieros asociada a la incertidumbre sobre el ritmo de reducción de las tasas de interés de la política monetaria en las economías avanzadas, y además se mantienen los riesgos derivados de los conflictos internacionales.
 - El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de la inflación subyacente, las expectativas de la inflación y la actividad económica, para considerar, de ser necesario, modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria. El Directorio reafirma su compromiso de adoptar las acciones necesarias para mantener la inflación en el rango meta.
62. Cabe señalar que el BCRP implementa su política monetaria a través de la fijación de su tasa de interés de referencia y en función al seguimiento tanto de la inflación total como de la sin alimentos y energía (SAE). En particular, la inflación interanual sin alimentos y energía tiene la característica de: (i) reflejar de forma más clara los componentes de demanda sobre los que actúa la política monetaria, (ii) ser más persistente que el resto de los componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC), con lo cual de registrar un comportamiento más inercial podría afectar las expectativas de inflación, y (iii) representa la tendencia a donde converge la inflación total. Por estos motivos, si la inflación SAE se ubica persistentemente por encima de la inflación total, e incluso por encima del límite superior del rango meta de 3,0 por ciento, podría ser necesario mantener una posición de política monetaria restrictiva por más tiempo.
63. Con respecto al tono y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP se mantuvo en la zona *dovish* aunque se encuentra ahora más cercano a un tono neutral, lo que es consistente con la flexibilización gradual de la posición de política monetaria desde el año pasado.

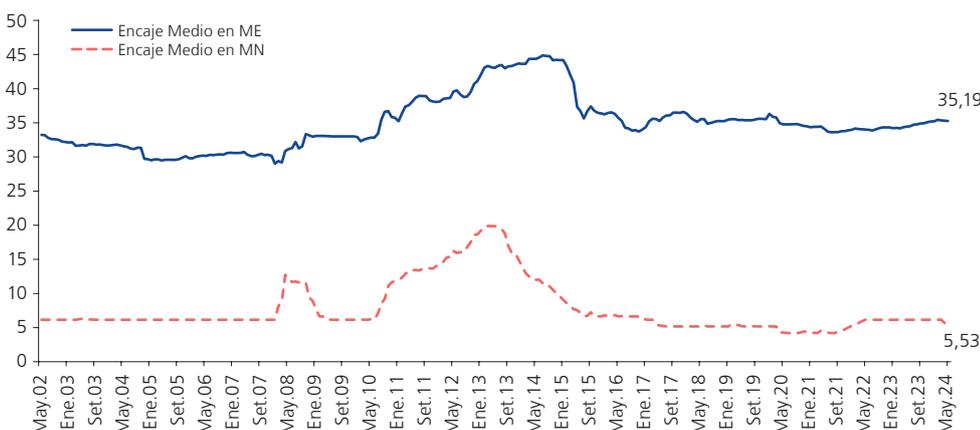
Gráfico 61
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(Porcentaje y valor del índice)



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

64. El BCRP utiliza las modificaciones de la tasa de encaje como una medida complementaria a las decisiones que toma sobre su tasa de interés de referencia. Así, en un contexto de retiro gradual del estímulo monetario asociado a la pandemia del COVID-19, la tasa de encaje mínimo legal en moneda nacional se mantuvo en 6 por ciento entre mayo de 2022 y marzo de 2024. En abril de este año se recortó dicha tasa a 5,5 por ciento, con el fin de complementar la flexibilización monetaria y así ampliar los fondos prestables disponibles. Con esta medida, el cambio en el encaje exigible en soles de las empresas bancarias, cajas, y financieras se estima en alrededor de S/ 1 470 millones entre marzo y abril.

Gráfico 62
TASAS DE ENCAJE MEDIO EN MONEDA NACIONAL (MN) Y MONEDA EXTRANJERA (ME)
(En porcentaje)



Operaciones Monetarias

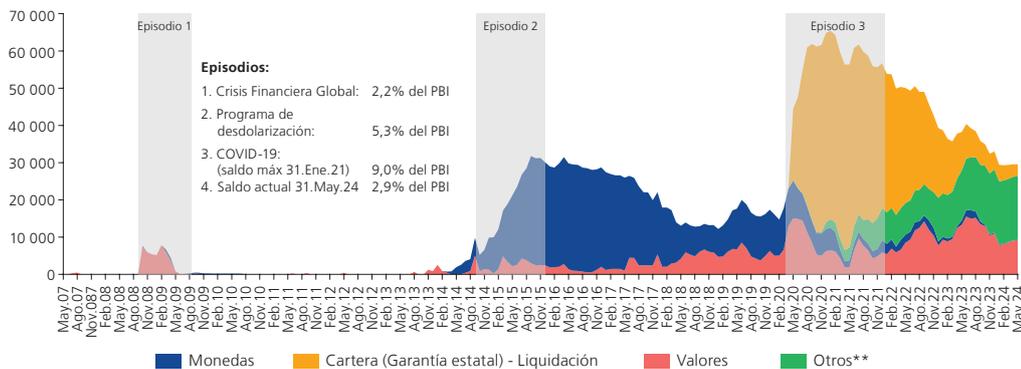
65. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario. Para ello, entre el 1 de marzo y el 31 de mayo de 2024, el BCRP inyectó liquidez en neto por S/ 3 497 millones, lo que comprende el vencimiento neto de Depósitos a Plazo y de Ventanilla (S/ 2 389 millones), el vencimiento neto de CD



BCRP (S/ 1 904 millones), la colocación neta de Repo de Valores (S/ 1 120 millones), las compras de Bonos del Tesoro Público (BTP) en el mercado secundario (S/ 299 millones) y el vencimiento de CDR BCRP (S/ 65 millones). Esta inyección fue parcialmente compensada por el vencimiento neto de Subastas de Depósitos del Tesoro Público (S/ 1 073 millones), la amortización de Repo de Cartera con Garantía Estatal (S/ 1 031 millones), el vencimiento de Repo de Monedas (S/ 145 millones) y el vencimiento de Repo de Cartera (S/ 31 millones).

Como resultado de lo anterior, el saldo total de operaciones de inyección fue S/ 29 553 millones al 31 de mayo de 2024, mientras que el saldo de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP y CDR BCRP) fue S/ 35 231 millones a la misma fecha. En términos del PBI, al cierre de mayo el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 2,9 por ciento del PBI, del cual S/ 3 052 millones corresponden a Repo de Cartera con Garantía Estatal.

Gráfico 63
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



* Al 31 de mayo de 2024.

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

Fuente: BCRP.

El BCRP ha realizado compras de Bonos del Tesoro Público (BTP) en el mercado secundario con vencimientos hasta 2040 entre marzo y mayo de 2024. Estas operaciones forman parte del grupo de instrumentos que dispone el BCRP para la regulación de la liquidez del sistema financiero. Así, en lo que va de 2024, al cierre de mayo, el BCRP ha comprado los BTP con vencimientos entre los años 2029 y 2040 por un valor total de S/ 299 millones. Este valor, sumado a las compras realizadas entre 2020 y 2023, implica un saldo de compras de BTP por parte del BCRP de S/ 10 991 millones a valor de adquisición al 31 de mayo de 2024. Cabe señalar que el monto máximo para el incremento anual de las tenencias de estos títulos se establece en el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP, y equivale al 5 por ciento de la base monetaria del cierre del año precedente.

Como medida adicional para atender los requerimientos de liquidez en dólares, el 31 de mayo del presente año el BCRP reactivó las operaciones de reporte de valores a cambio de moneda extranjera, las cuales había realizado previamente en febrero de 2022. Así, se colocaron en total USD 250 millones, y el plazo de todas estas operaciones ha sido de 1 semana. Al 14 de junio de 2024, el saldo de estas operaciones es nulo.

66. Durante el segundo trimestre, se publicó la Ley N° 32002, la cual autoriza el sétimo retiro extraordinario y opcional hasta por un monto de 4 Unidades Impositivas Tributarias (UIT), equivalente a S/ 20 600, del fondo acumulado en la cuenta individual de capitalización de cada participante. Como antecedente, la Ley N° 31478 de mayo de 2022 permitió el sexto retiro al que accedieron alrededor de tres millones de afiliados, acumulando S/ 22 mil millones en salidas de sus fondos previsionales de AFP⁹.

Con el objetivo de limitar una volatilidad excesiva sobre el precio de los BTP, el BCRP puede otorgar liquidez en moneda nacional a las AFP, principalmente mediante la compra temporal de BTP (operaciones de reporte). Entre los días 5 y 14 de junio de 2024, se han realizado repos de valores con las AFP por un monto de S/ 3 039 millones a un plazo de 3 meses, en un contexto de retiros de las cuentas de capitalización de los afiliados. Estas facilidades otorgadas por el BCRP para los retiros aprobados de fondos de pensiones se realizan con el objetivo de evitar la liquidación de montos significativos de valores en periodos cortos de tiempo, lo cual tendría un impacto no deseado sobre las tasas de interés y la estabilidad de los mercados financieros.

67. En cuanto a la composición del balance del BCRP, el saldo de las operaciones de reporte se incrementó de 6,0 a 6,1 por ciento de los activos netos del BCRP entre el cierre de febrero y el 31 de mayo de 2024. La participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP aumentó de 22,0 por ciento en febrero de 2024 a 22,8 por ciento a mayo de 2024 y la de los depósitos del sistema financiero se redujo de 23,4 a 23,2 por ciento en el mismo periodo. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP, CDR BCRP, CDV BCRP y, depósitos a plazo *overnight* y de ventanilla) disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 15,2 por ciento en febrero de 2024 a 13,9 por ciento en mayo de 2024; y el circulante elevó su participación de 23,7 a 23,9 por ciento en el mismo periodo.

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

	Dic.22	Dic.23	Feb.24	May.24
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	87,0%	88,6%	90,2%	90,0%
	(USD 71 883 mills.)	(USD 71 033 mills.)	(USD 73 943 mills.)	(USD 73 920 mills.)
Repos	10,8%	7,5%	6,0%	6,1%
Bonos (Soberanos y Globales)	2,3%	3,9%	3,8%	3,9%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	26,1%	20,2%	22,0%	22,8%
En moneda nacional	23,1%	15,0%	16,6%	17,0%
En moneda extranjera	3,0%	5,3%	5,4%	5,8%
2. Depósitos totales del sistema financiero	21,7%	20,7%	23,4%	23,2%
En moneda nacional	4,2%	4,9%	4,2%	4,3%
En moneda extranjera	17,6%	15,8%	19,2%	18,9%
3. Instrumentos del BCRP	9,6%	14,0%	15,2%	13,9%
CD BCRP	4,0%	11,8%	12,0%	11,5%
CDR BCRP	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%
CDV BCRP	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	1,1%	1,1%	2,9%	1,9%
Depósitos <i>overnight</i>	0,4%	0,9%	0,2%	0,5%
4. Circulante	25,4%	25,3%	23,7%	23,9%
5. Otros*	17,3%	19,8%	15,7%	16,1%

* Incluye patrimonio y otras cuentas.

** Información al 31 de mayo de 2024.

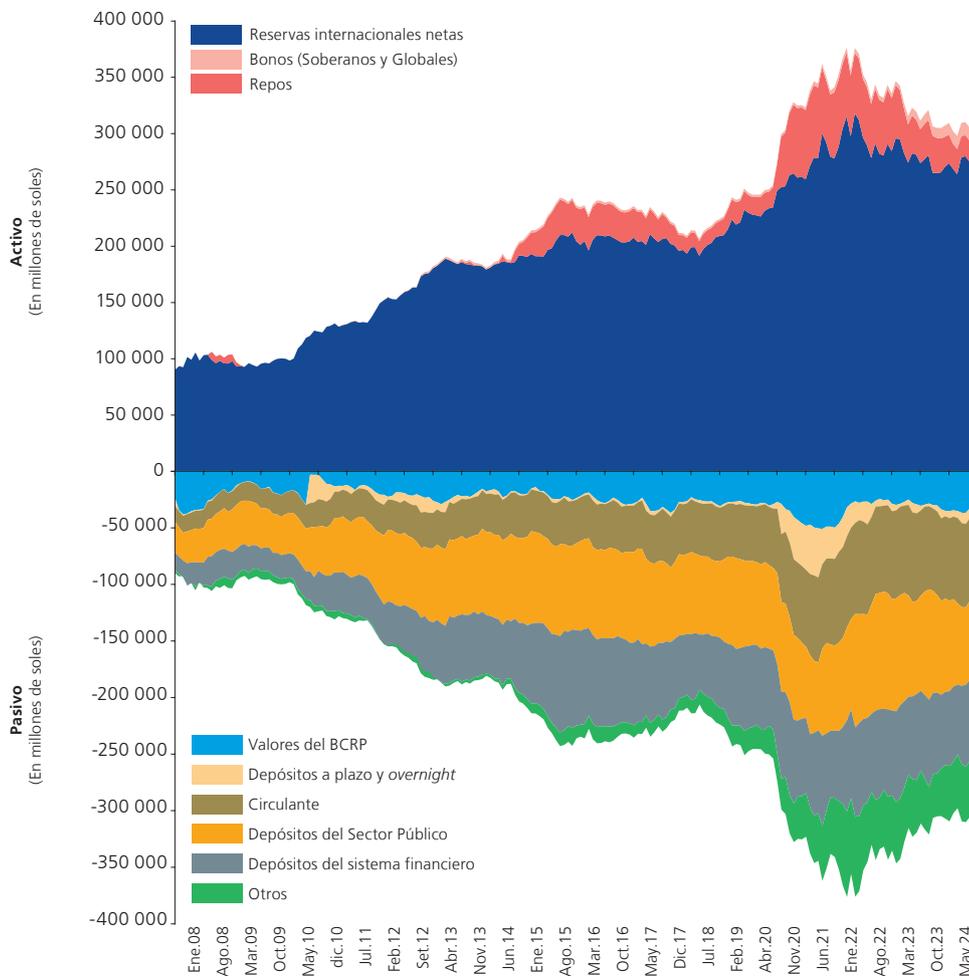
Fuente: BCRP.

- 9 En total, los seis retiros previos han afectado el fondo de pensiones por un acumulado de S/ 88 mil millones retirados por cerca de seis millones de afiliados.



Con relación al tamaño del balance del BCRP, en mayo de 2024 los activos del BCRP ascendieron a S/ 306 192 millones, equivalente a 29,8 por ciento del PBI, igual al observado al cierre de diciembre de 2023.

Gráfico 64
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2008-2024



Fuente: BCRP.

Mercados financieros

68. Las tasas de interés en moneda nacional continuaron disminuyendo en el segundo trimestre de 2024, en línea con la reducción de la tasa de referencia del BCRP desde 6,25 por ciento en marzo a 5,75 por ciento en junio; y por la reducción de la tasa de encaje mínimo legal de 6,00 por ciento a 5,50 por ciento desde abril. La flexibilización de las condiciones financieras se refleja en los mayores niveles de liquidez en las empresas bancarias, y en la reducción de las principales tasas de interés del mercado monetario. Por su parte, la tasa de interés interbancaria convergió rápidamente a sus nuevos niveles de referencia (6,00 por ciento en abril y 5,75 por ciento en junio).

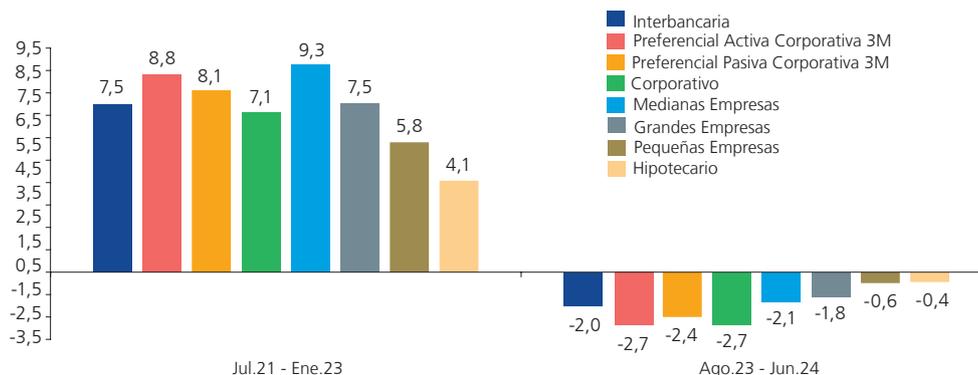
Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Mar.24	Jun.24	Prom. Hist. 2/
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	2,6	8,1	6,7	5,9	5,6	3,8
TIPMN	2,3	1,0	1,1	3,0	3,5	3,2	3,0	2,4
FTIPMN	1,5	0,1	1,0	3,7	3,1	2,9	3,1	2,3
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	1,9	7,4	6,7	5,5	5,4	3,5
Personas	1,6	0,2	0,7	3,7	3,3	3,3	3,2	2,4
Empresas	2,3	0,0	1,9	7,4	6,7	5,5	5,4	3,5
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	2,2	7,5	6,6	5,7	5,5	3,8
Personas	1,8	0,5	0,8	3,7	6,1	5,0	4,6	2,2
Empresas	2,8	0,2	2,2	7,8	6,8	6,0	5,9	3,9
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	2,4	7,6	6,2	5,1	4,7	3,9
Personas	2,3	0,5	0,9	4,8	5,9	4,9	4,3	2,8
Empresas	3,1	0,3	2,6	8,5	6,9	5,6	5,5	4,1
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	2,9	7,6	5,7	4,9	4,4	4,1
Personas	3,3	1,3	2,9	6,9	5,0	4,5	4,0	3,8
Empresas	3,3	0,4	2,9	7,8	6,2	5,5	5,0	4,3
Depósitos a plazo de más de 360 días	3,5	1,1	3,2	6,8	5,4	4,7	4,6	4,3
Personas	3,5	2,0	3,1	5,9	5,0	4,3	4,3	4,3
Empresas	3,5	0,6	3,4	7,8	6,0	5,5	5,4	4,3
CTS	2,2	1,9	2,3	2,6	2,0	3,5	2,4	3,1
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	3,1	9,2	7,5	6,5	6,3	4,6
TAMN	14,4	12,1	11,2	14,5	15,9	15,7	15,7	15,7
FTAMN	18,2	17,6	20,9	28,3	28,4	28,3	27,7	21,3
Corporativos	3,8	2,5	3,2	8,9	8,1	7,1	6,4	5,4
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	10,6	10,2	9,1	8,9	7,0
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,8	14,1	13,3	12,6	12,4	10,3
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	19,3	22,5	22,9	22,6	22,8	20,4
Microempresas	31,3	30,1	32,3	36,3	37,7	43,7	44,2	33,2
Microempresas 3/	44,5	22,6	38,8	39,3	43,9	47,6	47,7	40,3
Consumo	40,9	39,5	41,8	49,6	56,9	56,0	58,8	43,1
Consumo 3/	43,1	41,5	40,4	47,7	54,3	57,4	55,0	46,0
Hipotecario	7,0	6,4	6,9	9,9	9,1	8,9	8,9	8,4

1/ Tasas en términos anuales de las operaciones de las empresas bancarias en los últimos 30 días.
 2/ Promedio desde setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.
 3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.
 Al 14 de junio.
 Fuente: BCRP y SBS.

El efecto de las reducciones en la tasa de interés de referencia se viene reflejando desde agosto de 2023 en la mayoría de las tasas de interés, principalmente en las tasas preferenciales corporativas y aquellas de crédito de menor riesgo crediticio como el corporativo.

Gráfico 65
VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN SOLES
 (En puntos básicos)



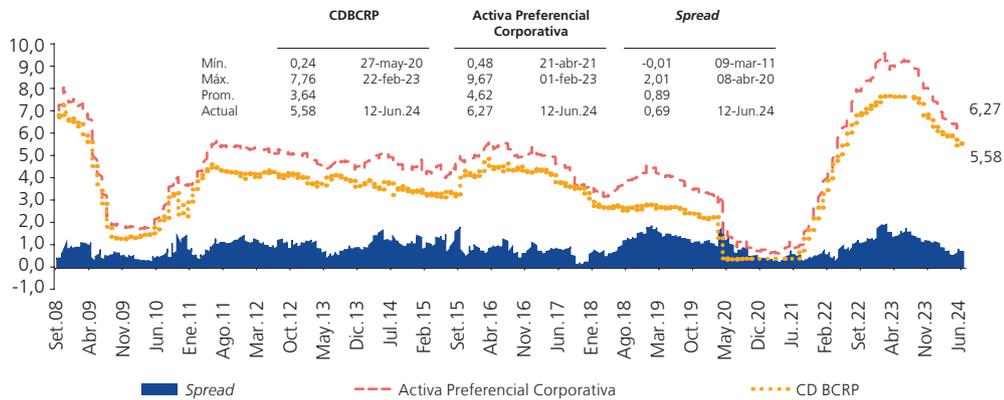
Al 14 de junio.
 Fuente: BCRP y SBS.



En el caso de las tasas de interés preferenciales activas y pasivas, las mismas que son altamente representativas del mercado y las condiciones financieras de las empresas bancarias, y que absorben con mayor rapidez los cambios en la tasa de interés de referencia disminuyeron, pero en menor magnitud en el segundo trimestre respecto al primer trimestre de 2024. Así, entre marzo y junio de 2024, las tasas de interés activas a plazos entre *overnight* y doce meses acumulan reducciones entre 8 y 29 puntos básicos, respectivamente. Por su parte, las tasas de interés pasivas preferenciales a plazo entre *overnight* y doce meses acumulan reducciones entre 13 y 28 puntos básicos. Los *spreads* entre la tasa activa preferencial a 3, 6 y 12 meses respecto a la tasa de referencia se ubican por debajo de los niveles prepandemia.

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses en junio de 2024 (69 puntos básicos) continúa disminuyendo desde uno de los niveles más altos alcanzados en los últimos dos años (193 puntos básicos en febrero de 2023).

Gráfico 66
TASA DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y DE CD-BCRP A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 14 de junio.
Fuente: BCRP y SBS.

69. Al cierre de este reporte, el diferencial de las tasas de interés de referencia del BCRP y la de la Reserva Federal de los EUA (*Fed Funds*) es de 25 puntos básicos. Entre fines de marzo y mediados de junio, la curva implícita basada en la valorización de futuros de la tasa *Fed Funds* refleja que el recorte esperado para setiembre pasó de 34 a 9 puntos básicos. En base a los contratos con inicio entre diciembre de 2024 y diciembre de 2025, también se observa una disminución del riesgo de un diferencial negativo de tasas¹⁰, pero la expectativa implícita es de un recorte en EUA de 38 puntos básicos para diciembre.

10 Entre fines de marzo y mediados de junio, el recorte promedio ha pasado de 109 a 95 puntos básicos lo que refleja las expectativas de tasas altas por más tiempo en línea con los pronunciamientos de algunos funcionarios de la Fed.

Cuadro 31
TASAS IMPLÍCITAS DE LA CURVA DE RENDIMIENTO EN DÓLARES
 (En porcentaje)

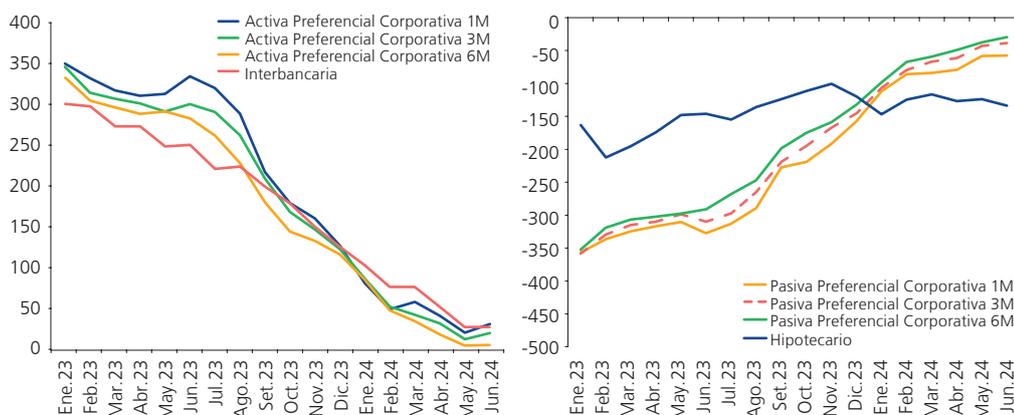
	Fed Funds		Al 14.06.2024							Cambio Fed Funds -5,50%	
	Mar.24	Jun.24	2m	3m	6m	9m	1año	15m	18m	Jun.24	Mar.24
Set.24	5,16	5,41	5,37	5,34	5,21	5,07	4,95	4,83	4,71	-0,09	-0,34
Dic.24	4,86	5,12	5,07	5,01	4,88	4,76	4,66	4,57	4,48	-0,38	-0,64
Mar.25	4,58	4,78	4,74	4,70	4,58	4,49	4,42	4,36	4,31	-0,72	-0,92
Jun.25	4,31	4,47	4,45	4,41	4,34	4,28	4,23	4,22	4,21	-1,03	-1,19
Set.25	4,14	4,27	4,24	4,22	4,16	4,13	4,13	4,15	4,16	-1,23	-1,36
Dic.25	4,16	4,11	4,10	4,07	4,05	4,06	4,10	4,13	4,16	-1,39	-1,34

Fuente: Reuters. Estimaciones propias basadas en datos al 14 de junio.

Como antecedente, históricamente, sólo entre junio de 2005 y agosto de 2007, este diferencial fue negativo, lo cual no afectó la tendencia de apreciación del sol en un contexto de entrada de capitales y de fundamentos económicos sólidos. Este diferencial negativo se reflejó por mayor tiempo sobre el *spread* de las tasas preferenciales activas y pasivas, así como en el *spread* entre las tasas de los bonos soberanos a 10 años. También contribuyó el contexto de condiciones externas favorables para el Perú por el inicio del *súper-ciclo* de *commodities*, así como por el mayor dinamismo de la economía local (crecimiento promedio de 7,6 por ciento).

- En el caso de los diferenciales de tasas de interés (soles menos dólares), este ha ido reduciendo en los últimos meses, principalmente el de las tasas de interés activas preferenciales corporativas. Así, el *spread* entre las tasas activas preferenciales corporativas a 1, 3 y 6 meses, al 14 de junio, se ubica en 29, 18 y 3 puntos básicos, respectivamente. En el caso del diferencial entre las tasas interbancarias, éste es de 25 puntos básicos, lo que es reflejo de la potencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En un contexto en el que se esperan reducciones de tasas de interés tanto por parte del BCRP como de la Reserva Federal en el horizonte 2024–2025, y en este último caso con un moderado nivel de incertidumbre, se debe resaltar que el BCRP ha alcanzado en el tiempo un alto nivel de credibilidad que le permite dirigir una política monetaria *contracíclica* que es consistente con el control de la inflación.

Gráfico 67
SPREAD DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES Y DÓLARES
 (En puntos básicos)



Al 14 de junio.
 Fuente: BCRP y SBS.



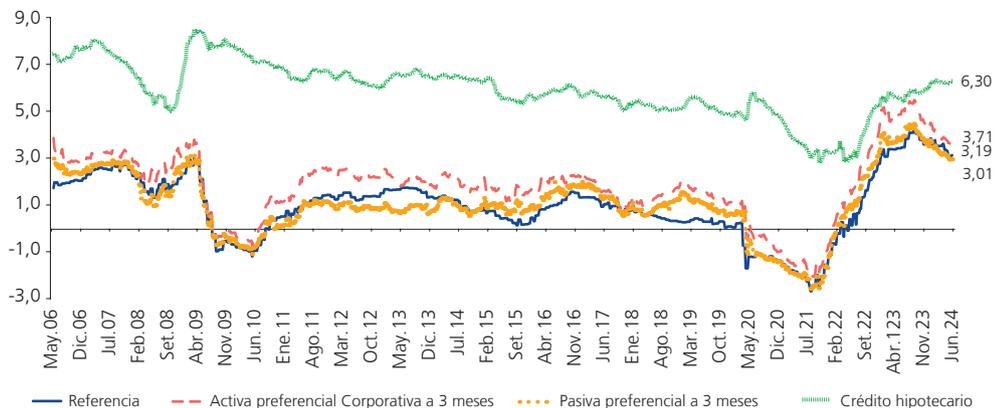


Por segmento de crédito, las tasas de interés activas en moneda nacional de las empresas bancarias presentan comportamientos mixtos durante el segundo trimestre de 2024. Los sectores de menor riesgo crediticio (corporativo, grandes y medianas empresas) presentan reducciones de 65, 23 y 20 puntos básicos, respectivamente, en el horizonte de análisis. En el segmento de consumo, la tasa de interés de las empresas bancarias aumentó en 275 puntos básicos, asociado al aumento de la morosidad de este sector (4,22 por ciento en abril, mayor nivel en los últimos 3 años).

En el mismo horizonte, la tasa de interés del sector hipotecario aumentó ligeramente de 8,89 a 8,90 por ciento, mientras que la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años disminuyó de 7,3 por ciento en marzo a 7,1 por ciento en junio de 2024. Por otro lado, el rendimiento del bono americano a 10 años aumentó en 3 puntos básicos. El saldo del crédito hipotecario de las empresas bancarias aumentó de S/ 58,4 miles de millones en diciembre de 2023 a S/ 59,4 miles de millones en abril de 2024.

En el caso de las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias, la mayoría continuó descendiendo en el segundo trimestre de 2024, principalmente las tasas remuneradas a las personas, pero a un menor ritmo respecto al primer trimestre. Por tipo de depositante, las tasas de interés pagadas a personas y empresas disminuyeron en promedio 31 y 19 puntos básicos, respectivamente. Las tasas preferenciales corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses también registran una reducción (promedio de 21 puntos básicos). La tasa de interés de depósitos CTS disminuyó desde 3,45 por ciento en marzo hasta 2,37 por ciento en junio. El saldo de este tipo de depósitos descendió de S/ 4 681 millones en diciembre de 2023 a S/ 4 487 millones en abril de 2024, asociado a la liberalización de los fondos acumulados que se aprobaron durante la pandemia, en los próximos meses el saldo podría continuar descendiendo tras la promulgación de la Ley N° 32027 que permite nuevas disposiciones de fondos de CTS hasta diciembre de 2024.

Gráfico 68
TASAS DE INTERÉS REALES EX ANTE EN SOLES
(En porcentaje)



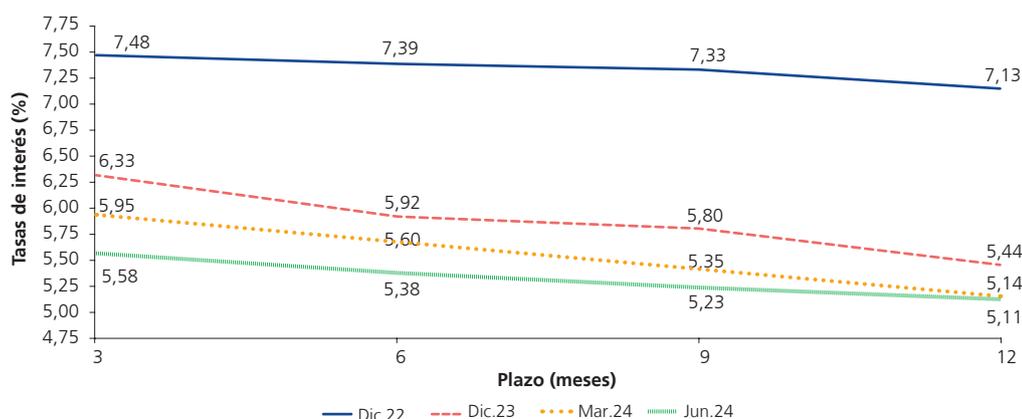
Al 14 de junio. Las tasas de interés nominales son deflactadas usando las expectativas de inflación.
Fuente: BCRP y SBS.

Las tasas de interés reales también disminuyeron durante el segundo trimestre de 2024, en línea con la reducción de las tasas de interés nominales y unas expectativas de inflación estables y dentro del rango meta. Así, las tasas de interés activas y pasivas preferenciales corporativos a 3 meses presentaron reducciones de 14 y 19 puntos básicos, respectivamente. La tasa de referencia en términos reales también disminuyó de 3,60 por ciento en marzo a 3,19 por ciento en junio.

En el caso de la tasa del crédito hipotecario en términos reales, aumentó de 6,24 por ciento en marzo a 6,30 por ciento en junio.

71. Las tasas de rendimiento de la curva de los Certificados de Depósito (CD BCRP) incorporaron la reducción de 50 puntos básicos en la tasa de referencia. La forma invertida de la curva de rendimiento continúa reflejando la expectativa del mercado sobre movimientos esperados de la tasa de interés de referencia en los próximos meses. Así, las tasas de interés entre marzo y junio de 2024 han bajado en 37, 22, 12 y 3 puntos básicos a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente.

Gráfico 69
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD BCRP ^{1/}
(En porcentaje)



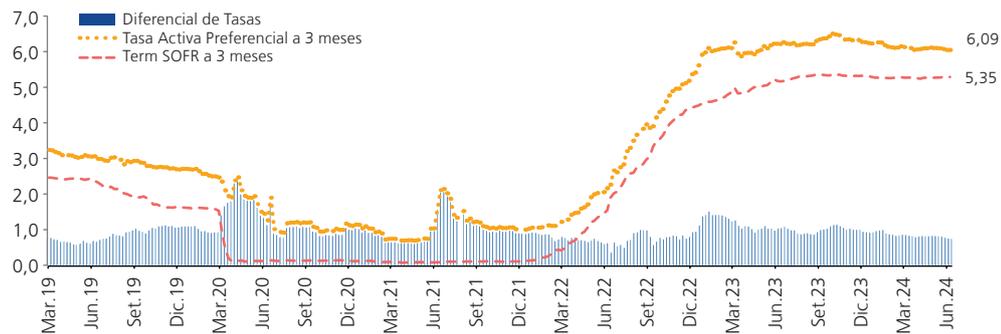
^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
Al 14 de junio.
Fuente: BCRP.

72. Las tasas de interés en dólares, principalmente las de corto plazo, continúan siendo influenciadas por la expectativa de recortes en la tasa de política monetaria de Estados Unidos durante el año 2024. En el mercado interbancario, la tasa de interés *overnight* se mantiene en 5,50 por ciento desde julio de 2023, en línea con la tasa de interés de política monetaria de Estados Unidos. En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a 1, 3 y 6 meses, éstas aumentaron a plazos entre 1 y 6 meses en promedio 1 y 2 puntos básicos, respectivamente; mientras que la *Term SOFR* a 3 meses aumentó en 4 puntos básicos. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa *Term*



SOFR a 3 meses disminuyó de 0,79 por ciento en marzo a 0,75 por ciento en junio de 2024.

Gráfico 70
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA
Y CME TERM-SOFR A 3 MESES**
(En porcentaje)



Al 14 de junio.
Fuente: Chicago Mercantile Exchange, BCRP.

En el mercado de créditos bancarios en moneda extranjera, en el segundo trimestre de 2024 las tasas de interés presentan comportamientos mixtos, influenciados por los cambios en la expectativa sobre el inicio del recorte de tasas de política monetaria de Estados Unidos. Los segmentos de menor riesgo crediticio (corporativo y grandes empresas) presentan reducciones en sus tasas de interés (6 y 19 puntos básicos, respectivamente). De otro lado, el segmento microempresas del sistema financiero y consumo de las empresas bancarias destacan con el mayor incremento en su tasa de interés (333 y 144 puntos básicos, respectivamente), pudiendo haber sido influenciadas por el incremento en las tasas de interés máximas aplicables desde el 1 de mayo de 2024 (desde 82,94 a 87,56 por ciento). La tasa de interés del crédito hipotecario disminuyó desde 7,7 por ciento en marzo a 7,6 por ciento en junio de 2024, mientras que la tasa de rendimiento del bono global a 10 años aumentó de 5,5 por ciento a 5,6 por ciento en similar horizonte.

Por su parte, la mayoría de las tasas de los depósitos en dólares de las empresas disminuyeron en el segundo trimestre de 2024. Así, sus tasas de interés descendieron en promedio 11 puntos básicos en todos sus plazos a excepción de la tasa de interés entre 91 y 180 días. Esta tendencia podría responder a la expectativa del mercado de una reducción en la tasa de política monetaria en Estados Unidos en los próximos meses. Para los depósitos de las personas, las tasas de interés aumentaron en promedio 23 puntos básicos. En el caso de la tasa de interés de los depósitos CTS en las empresas bancarias, esta disminuyó de 1,1 por ciento en marzo a 0,9 por ciento en junio, mientras que el saldo de este tipo de depósito se ubica en USD 485 millones en abril de 2024.

Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
 (En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Mar.24	Jun.24	Prom. Hist. 2/
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,3	4,7	5,3	5,2	5,2	1,4
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	1,2	1,9	2,0	2,0	0,7
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	2,3	3,3	3,3	3,5	0,9
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	3,6	5,1	4,9	4,7	1,2
Personas	1,3	0,0	0,1	1,1	3,4	3,3	3,5	0,8
Empresas	1,4	0,1	0,1	3,6	5,1	4,9	4,7	1,2
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	3,3	4,8	4,6	4,6	1,4
Personas	1,0	0,2	0,2	1,7	3,8	3,2	3,3	0,9
Empresas	1,6	0,3	0,2	3,4	5,1	5,0	5,0	1,5
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,5	3,4	3,6	3,6	4,0	1,3
Personas	1,0	0,2	0,3	2,1	3,2	3,1	3,2	1,0
Empresas	1,6	0,3	0,6	4,6	5,0	5,0	5,1	1,6
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,6	3,8	3,5	3,2	3,6	1,4
Personas	1,2	0,3	0,4	3,2	2,7	2,5	2,8	1,3
Empresas	1,8	0,3	0,7	4,9	5,5	4,9	4,8	1,7
Depósitos a plazo de más de 360 días	1,6	0,5	0,8	3,5	4,1	3,2	3,0	1,5
Personas	1,3	0,5	0,8	2,9	3,0	2,3	2,7	1,4
Empresas	1,9	0,6	0,9	4,8	5,2	5,0	4,9	1,8
CTS	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,1	0,9	1,5
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	1,0	6,0	6,3	6,1	6,1	2,5
TAMEX	7,6	6,1	6,7	9,3	10,9	11,0	10,9	7,9
FTAMEX	7,1	6,3	7,6	10,9	13,0	13,5	13,2	8,1
Corporativos	3,2	2,0	2,1	6,1	7,5	7,3	7,2	3,5
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	7,8	8,8	8,5	8,3	6,8
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	8,8	9,8	9,4	10,2	7,9
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	10,3	12,2	13,2	13,7	14,2	11,7
Microempresas	11,0	8,5	7,4	12,7	15,5	13,7	8,9	15,9
Microempresas 3/	7,7	4,8	17,1	9,4	16,1	12,7	16,0	13,2
Consumo	36,1	35,1	33,4	41,0	45,9	46,4	47,8	32,0
Consumo 3/	35,3	33,5	33,9	37,1	40,8	45,6	45,6	37,3
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	8,3	7,9	7,7	7,6	7,0

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

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

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 14 de junio.

Fuente: BCRP y SBS.

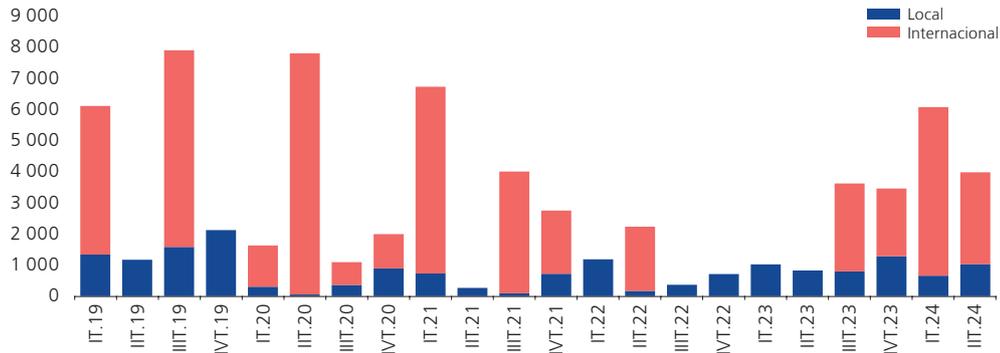
Mercado de renta fija

73. Las colocaciones de valores de empresas peruanas en el mercado de capitales disminuyeron en lo que va del segundo trimestre de 2024, respecto a las emisiones del primer trimestre, principalmente por las menores colocaciones en el mercado internacional. En el mercado local se colocaron por oferta pública un total de S/ 1 012 millones entre abril y junio de 2024, por encima del nivel del primer trimestre (S/ 645 millones). En el mercado internacional, se realizó una colocación por S/ 781 millones (USD 210 millones) al plazo de 5 años, por debajo al primer trimestre (S/ 1 408 millones).

Por otro lado, las entidades no residentes han emitido valores en soles por S/ 128 millones en el segundo trimestre de 2024 a plazos entre 1 y 10 años, por debajo del total colocado en el primer trimestre (S/ 261 millones). En 2023 se emitieron valores por S/ 1 347 millones, por debajo del total de 2022 (S/ 1 883 millones).



Gráfico 71
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(En millones S/)



Al 14 de junio.
Fuente: Reuters y SMV.

74. El valor de las carteras administradas por inversionistas institucionales aumentó durante el segundo trimestre de 2024. Sin embargo, en los próximos meses se espera una reducción en el valor de la cartera de AFP tras la aprobación de la Ley N° 32002 “Ley que autoriza el retiro extraordinario y facultativo de los fondos de los afiliados al sistema privado de pensiones hasta por el monto de cuatro unidades impositivas tributarias (UIT)”.

En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó de S/ 126,6 mil millones a S/ 127,3 mil millones entre el 27 de marzo y el 12 de junio de 2024, principalmente por la valorización de las inversiones en fondos mutuos del exterior. Entre el 20 de mayo y el 14 de junio, alrededor de 3,1 millones de afiliados han solicitado el retiro de fondos de acuerdo con la Ley N° 32002. El BCRP realizó operaciones repo con las AFP al plazo de 3 meses en junio, al día 14, por S/ 3 039 millones, con el propósito de evitar la liquidación de valores, de montos significativos en un corto periodo de tiempo, que pueda tener impactos no deseados sobre las tasas de interés de los BTP, considerando el actual entorno de desvalorización de los valores de renta fija a nivel global.

Para los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha incrementado desde S/ 36,1 mil millones en marzo a S/ 38,7 mil millones en mayo de 2024. El número de participantes subió de 359,4 a 370,0 miles en similar periodo, que es el máximo nivel en los últimos treinta meses. Las personas naturales representan a abril de 2024 el 85 por ciento de participación en los fondos mutuos locales. En el caso de las empresas de seguros, su cartera administrada aumentó de S/ 61,8 mil millones a S/ 62,9 mil millones entre diciembre de 2023 y marzo de 2024.

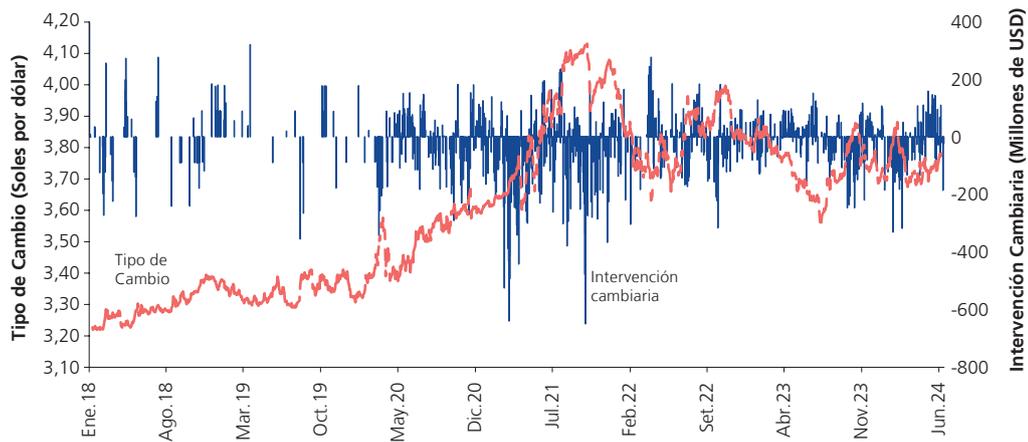
Mercado cambiario

75. En el segundo trimestre de 2024, el tipo de cambio se ha depreciado en 1,7 por ciento (1,5 por ciento en junio). Por un lado, en marzo, abril y mayo el tipo de cambio presentó una tendencia a la baja, en un entorno de debilitamiento del dólar a nivel global, mientras que en junio, con la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, el tipo de cambio ha subido desde S/ 3,726 por dólar el 31 de mayo a S/ 3,782 por dólar el 14 de junio.

La evolución del tipo de cambio en el horizonte de análisis estuvo influenciada por cambios en el sentimiento al riesgo en los mercados globales que afectaron el apetito por activos de riesgo, principalmente en el mes de junio, por: (i) los cambios en la expectativa del mercado sobre la posible fecha de inicio de recorte de tasas de interés luego de la publicación de datos de inflación y de crecimiento económico en Estados Unidos; (ii) el

fortalecimiento del dólar a nivel global hasta la primera quincena de abril (1,8 por ciento); (iii) la reducción en el diferencial de tasas de política monetaria entre Estados Unidos y Perú; (iv) el incremento del precio del cobre (12,4 por ciento); (v) la mayor demanda de dólares del sector no financiero (principalmente en abril); (vi) las tensiones geopolíticas en el medio oriente; (vii) el aumento en las tasas de rendimiento de bonos gubernamentales en Estados Unidos y Europa; (viii) la mayor incertidumbre política en la Eurozona, en especial luego de la convocatoria a elecciones legislativas en Francia; y (ix) la menor producción industrial en China que influye en el precio del cobre.

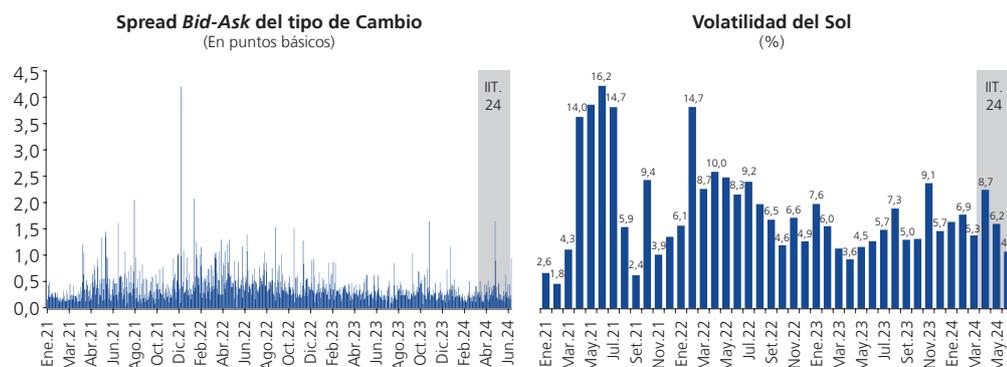
Gráfico 72
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado spot y colocaciones netas de CDLD BCRP, CDR BCRP y swaps cambiario. Al 14 de junio. Fuente: BCRP.

En términos de volatilidad del sol, esta se ubica en 8,7, 6,2 y 4,1 por ciento, en abril, mayo y junio de 2024, respectivamente. Durante el segundo trimestre, el tipo de cambio presentó apreciaciones diarias en el 43 por ciento de los días (máximo diario de 1,31 por ciento), mientras que en el primer trimestre hubo apreciaciones diarias en el 44 por ciento de los días (máximo diario de 0,90 por ciento). En términos trimestrales, la volatilidad del segundo trimestre asciende a 7,1 por ciento, por debajo del promedio regional (9,7 por ciento). Los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio fluctuaron entre 0,10 y 1,65 puntos básicos entre los meses de abril y junio de 2024, por encima del rango del primer trimestre (0,12 y 1,16 puntos básicos).

Gráfico 73
SPREAD Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO



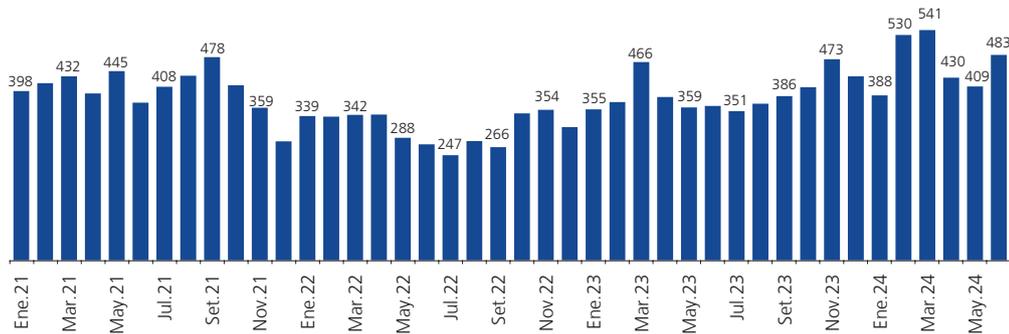
Desviación estándar diaria anualizada mensual. Al 14 de junio. Fuente: Reuters y BCRP.





La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* en lo que va del segundo trimestre de 2024 (USD 440 millones) es menor al primer trimestre de 2024 (USD 486 millones) pero mayor al cuarto trimestre de 2023 (USD 437 millones).

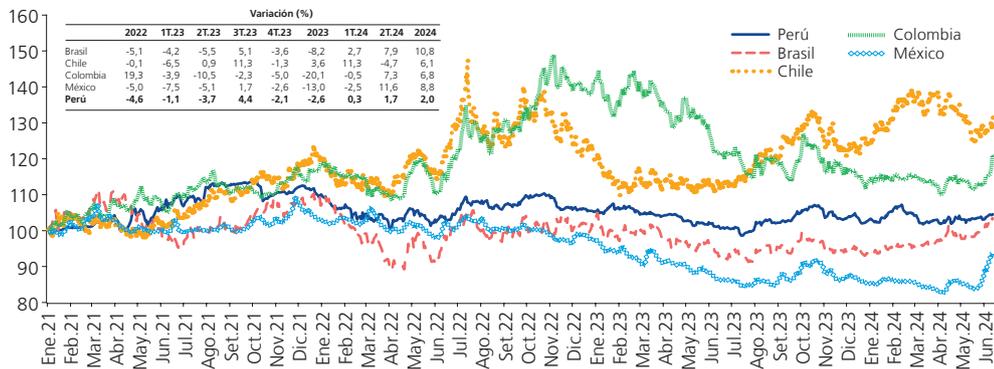
Gráfico 74
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
(En millones USD)



Al 14 de junio.
Fuente: BCRP.

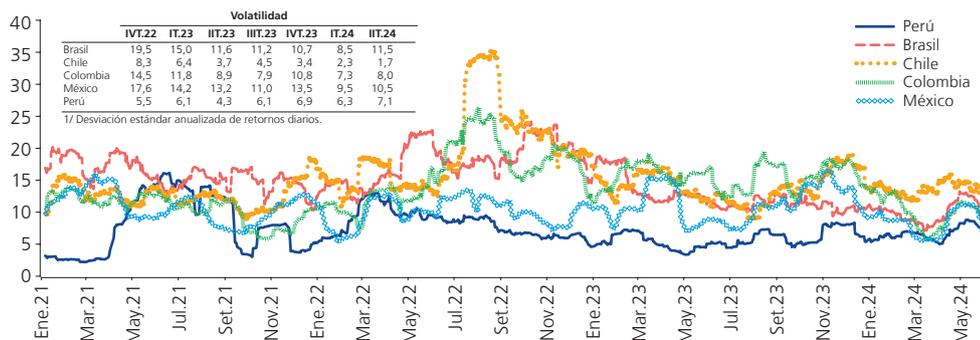
La mayoría de las monedas de la región presentan un desempeño negativo en el segundo trimestre de 2024, a excepción de Chile, y Perú destaca con el segundo mejor desempeño. La reducción de las tasas de interés de política en la región y el fortalecimiento del dólar a nivel global durante el segundo trimestre de 2024 viene afectando a las monedas en diferentes magnitudes. Entre las monedas latinoamericanas destaca la depreciación trimestral de México (11,6 por ciento), que se ubica por encima del promedio regional (4,8 por ciento).

Gráfico 75
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO 1/
(31 Dic.2020=100)



1/ Un aumento de índice indica depreciación de la moneda.
Al 14 de junio.
Fuente: BCRP y Reuters.

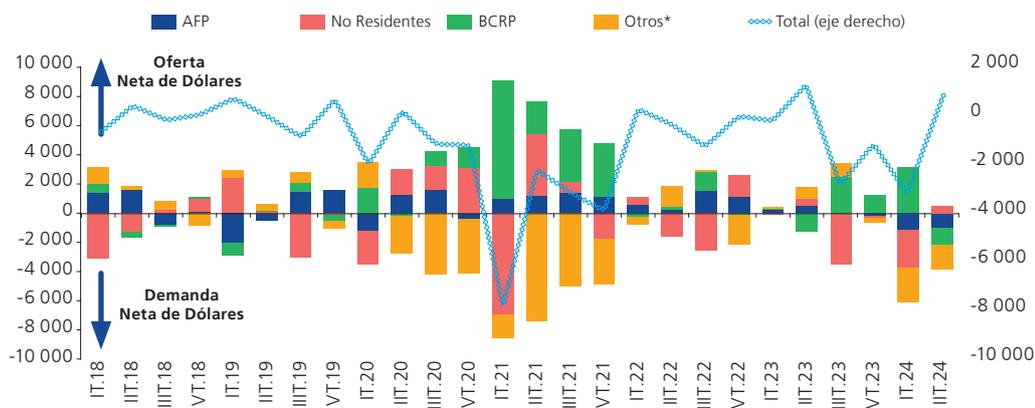
Gráfico 76
VOLATILIDAD CAMBIARIA*



* Desviación estándar del retorno diario anualizado en los últimos 30 días.
Al 14 de junio.
Fuente: Reuters.

76. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el segundo trimestre de 2024, al 14 de junio, son de oferta neta de dólares (USD 697 millones), en contraste a la demanda neta de dólares observada en el primer trimestre (USD 3 310 millones). En el mercado *spot* se registró una demanda neta de dólares (USD 247 millones), principalmente impulsada por el sector corporativo (USD 1 898 millones) y AFP (USD 1 653 millones); mientras que por el lado de oferta destacan las empresas mineras (USD 2 160 millones) y minoristas (USD 1 470 millones). En el mercado de derivados existe una oferta neta (USD 944 millones) proveniente de los inversionistas no residentes (USD 495 millones) y las AFP (USD 328 millones).

Gráfico 77
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
(En millones de USD)



	2021	2022	IT.23.	IIIT.23	IIIT.23	IVT.23	2023	IT.24	IIIT.24*	2024
Spot	-6 892	1 281	104	1 448	-1 157	-466	-71	730	-247	483
Derivados	-10 288	-2 535	-275	-140	-1 674	-678	-2 767	-4 040	944	-3 096
Total	-17 180	-1 254	-171	1 309	-2 831	-1 144	-2 838	-3 310	697	-2 612
Var. Posición de Cambio Global de la Banca	-326	120	138	-19	371	-85	405	-25	55	30
Intervención del BCRP	17 506	1 134	33	-1 290	2 460	1 230	2 433	3 334	-752	2 582

* Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.
** Al 14 de junio.
Fuente: BCRP.





Los inversionistas no residentes presentan en el segundo trimestre de 2024, una oferta neta de dólares de USD 479 millones, un cambio respecto a la alta demanda neta del primer trimestre (USD 2 707 millones). En el mercado *spot* demandaron dólares por USD 15 millones (en abril ofertaron USD 912 millones, la mayor oferta desde enero de 2019 (USD 1 218 millones)). En el mercado de derivados, ofertaron en neto en el segundo trimestre alrededor de USD 495 millones, en contraste a la demanda del primer trimestre (USD 2 584 millones). Entre el 27 de marzo y el 14 de junio, los inversionistas foráneos compraron en neto S/ 2 611 millones de BTP.

Las AFP demandaron en el segundo trimestre de 2024 (al 14 de junio) alrededor de USD 1 325 millones, por encima de la demanda neta del primer trimestre (USD 1 277 millones). En el mercado *spot* demandaron USD 1 653 millones, mientras que en el mercado de derivados ofertaron USD 328 millones. Las compras netas de valores externos de las AFP en el periodo ascienden a USD 2 027 millones, por encima de las compras del primer trimestre (USD 766 millones).

En el caso del sector no financiero, entre marzo y junio de 2024 las entidades presentan una oferta neta de USD 1 862 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de USD 1 766 millones, principalmente en el mercado *spot* (USD 1 898 millones), por debajo del total registrado en el primer trimestre (USD 2 761 millones), lo cual se refleja en una reducción en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios; (ii) empresas del sector minero: oferta neta de USD 2 158 millones (USD 2 160 millones en el mercado *spot*), por debajo de la oferta neta del primer trimestre (USD 3 013 millones), asociado a la culminación de la regularización del impuesto a la renta; (iii) sector minorista: oferta neta de USD 1 470 millones en el mercado *spot*, por encima a la oferta neta del primer trimestre (USD 940 millones).

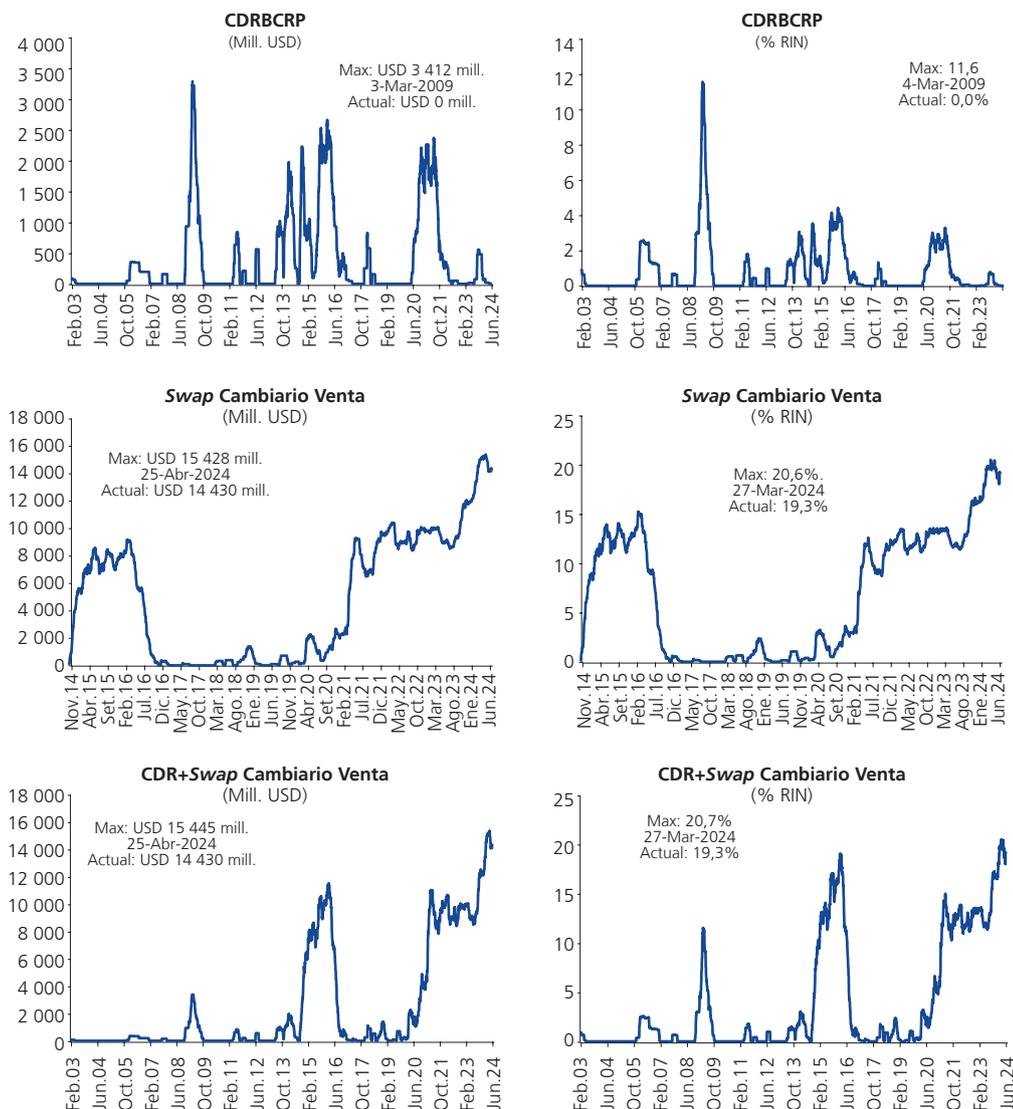
Para las empresas bancarias, la posición global disminuyó de - USD 274 millones en marzo hasta - USD 328 millones en junio de 2024. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes disminuyó de USD 11 643 millones en marzo a USD 11 293 millones en junio de 2024.

En este contexto, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario dado los vencimientos de instrumentos cambiarios durante el segundo trimestre de 2024, principalmente a través de subastas de *swaps* cambiarios venta en las modalidades de tasa fija y tasa variable; y con venta de dólares *spot* en la mesa de negociación; con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Así, se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 20 293 millones (USD 5 440 millones) a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses a tasa fija y variable, y vencieron S/ 23 599 millones (USD 6 253 millones) a tasa fija y variable. Adicionalmente, vencieron CDR BCRP por S/ 65 millones (USD 17 millones). Finalmente, se vendieron en el mercado *spot* USD 78 millones.

El saldo total de instrumentos cambiarios (*swaps* cambiarios venta) al 14 de junio se ubica en USD 14 430 millones, que equivalen a 19,3 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN), menor al nivel del 27 de marzo (USD 15 260 millones y 20,7 por ciento de las RIN). El saldo de CDR BCRP al 14 de junio es nulo, luego del vencimiento de valores del 7 de mayo. Los vencimientos de SCV y CDR han permitido que el saldo de

instrumentos cambiarios disminuya desde los niveles máximos registrados en marzo y abril de 2024, que estuvo asociado a la alta demanda de dólares en el mercado cambiario de los inversionistas no residentes durante el primer trimestre de 2024.

Gráfico 78
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS DEL BCRP
(En millones de dólares y % de RIN)

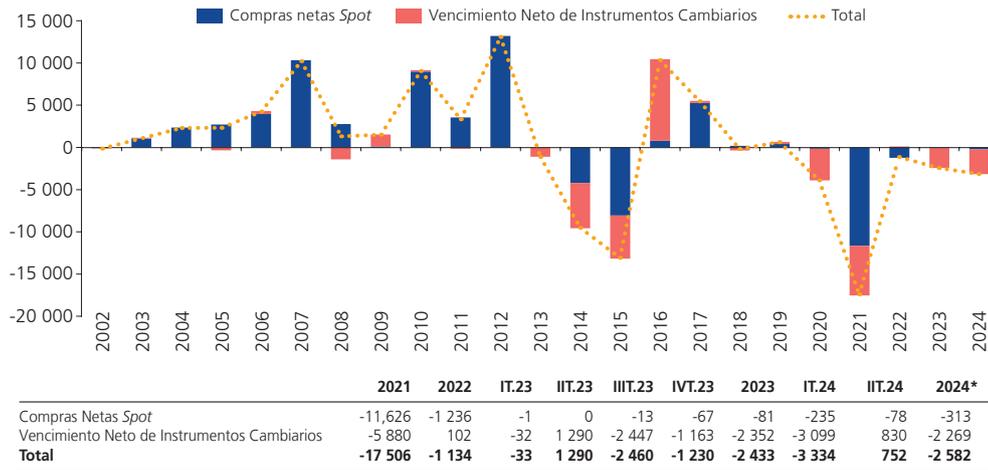


* Al 14 de junio.
Fuente: BCRP.

Al 14 de junio, en el segundo trimestre, el BCRP ha demandado en neto USD 752 millones en el mercado cambiario mediante el vencimiento neto de *swaps* cambiarios (USD 813 millones), vencimiento neto de CDR BCRP (USD 17 millones) y la venta de dólares en el mercado *spot* por USD 78 millones.



Gráfico 79
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de USD)

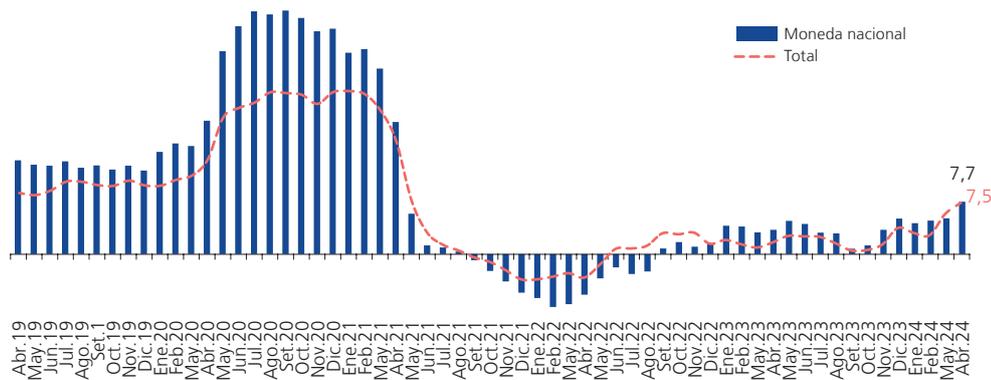


Incluye los vencimientos netos de CDR BCRP y swap cambiario venta; y colocaciones netas de CDLD y swaps cambiario compra.
* Al 14 de junio.
Fuente: BCRP.

Liquidez

77. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado se ubicó en 7,5 por ciento en abril de 2024. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 7,7 por ciento interanual, mientras que los denominados en dólares presentaron un incremento de 7,2 por ciento interanual en el mismo periodo.

Gráfico 80
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA*
(Variación porcentual anual)



* Total a Tipo de Cambio constante de S/ 3,71 por USD de diciembre de 2023.
Fuente: BCRP.

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado en abril de 2024 es de 35,7 por ciento, por encima del 34,1 por ciento registrado en diciembre de 2023.

Por otro lado, la Ley N° 32027 autoriza por única vez y hasta el 31 de diciembre de 2024, el retiro de los fondos individuales de compensación por tiempo de servicios (CTS). Cabe

mencionar que esta medida es la cuarta que autoriza el retiro de los depósitos de CTS. La primera fue mediante Decreto de Urgencia N° 033-2020 que autorizó el retiro por un monto máximo de S/ 2 400. En tanto, las medidas posteriores autorizaron la disposición total de estos fondos hasta fines de 2021 (Ley N° 31171) y fines de 2023 (Ley N° 31480). Así, producto de estas medidas los depósitos de CTS de las sociedades de depósito se redujeron en 62,5 por ciento entre diciembre de 2019 y abril de 2024 (S/ 14 586 millones)¹¹. El saldo de depósitos CTS a abril de 2024 asciende a S/ 8 744 millones.

Cuadro 33
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)

(Variación porcentual anual)

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

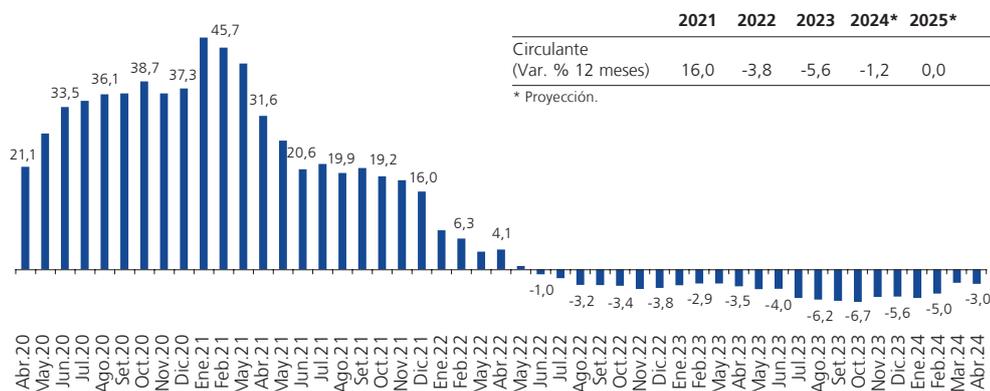
1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2023.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

78. El circulante se redujo 5,6 por ciento interanual en diciembre de 2023 y 3,0 por ciento en abril de 2024. Se prevé que el nivel del **circulante** continúe esta senda decreciente en 2024. Así, el crecimiento histórico que tuvo durante el estado de emergencia¹² se revertiría, considerando, además, las innovaciones recientes en los medios electrónicos de pagos. En particular, se proyectan tasas de variación interanuales de -1,2 por ciento en 2024 y 0 por ciento en 2025.

Gráfico 81
CIRCULANTE
(Variación porcentual 12 meses)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

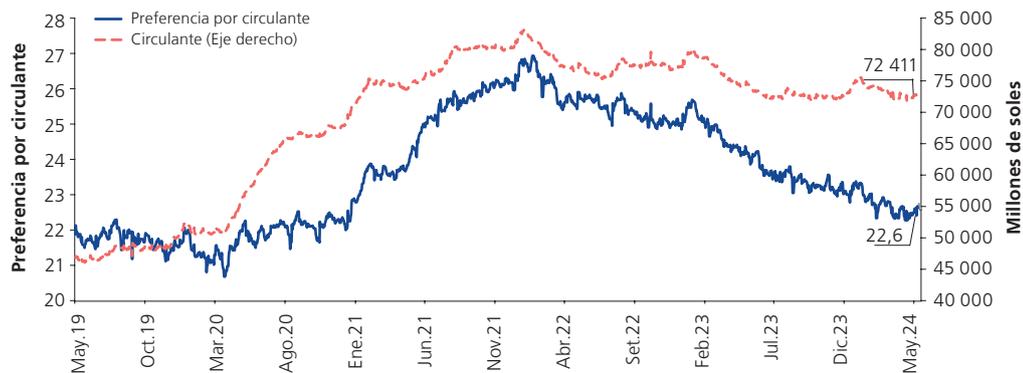
11 Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2023.

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



79. La preferencia por circulante ha disminuido durante 2023 y 2024, tras crecer continuamente entre abril de 2020 y diciembre de 2021. Así, a mayo de 2024 se ubica en 22,6, y ello estaría también asociado al mayor uso de tarjetas de débito y de otras modalidades de pago digitales.

Gráfico 82
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Nota: Preferencia por circulante es igual a circulante de sociedades de depósito entre liquidez en moneda nacional de sociedades de depósito.
Fuente: BCRP.

Crédito al sector privado

80. El **crédito al sector privado** se expandió en 0,4 por ciento en términos anuales en abril de 2024 (1,3 por ciento en 2023). Sin considerar los créditos del programa Reactiva Perú, la tasa de crecimiento interanual del crédito ascendió a 2,7 por ciento en el mismo periodo (5,0 por ciento en 2023). El crédito al sector privado se ha venido desacelerando. Este fenómeno es explicado por: i) el avance de las amortizaciones de los créditos asociados al programa Reactiva Perú; y ii) los factores de oferta y demanda agregada que explican el menor dinamismo de la actividad económica.
81. El crecimiento interanual del crédito a las personas naturales se mantiene positivo, aunque con menores tasas de crecimiento. Este creció 4,6 por ciento en abril de 2024 (7,1 por ciento en 2023). Esta desaceleración del crédito a las personas se debe principalmente al menor incremento del crédito de consumo (4,1 por ciento en abril de 2024). Por otro lado, el crédito hipotecario se ha mantenido durante los últimos meses, registrando una tasa de crecimiento interanual de 5,3 por ciento en abril de 2024.
82. 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 abril de 2024, el crédito a empresas disminuyó 2,3 por ciento (caída similar en diciembre de 2023), mientras que sin considerar los créditos Reactiva Perú aumentó en 1,4 por ciento (3,6 por ciento en diciembre de 2023). El segmento de medianas empresas registra la mayor contracción (9,1 por ciento); en tanto, el segmento corporativo y grandes empresas muestra una caída de 1,1 por ciento.

Cuadro 34
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL ^{1/}
 (Tasas de crecimiento anual)

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

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 (ídem)

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).

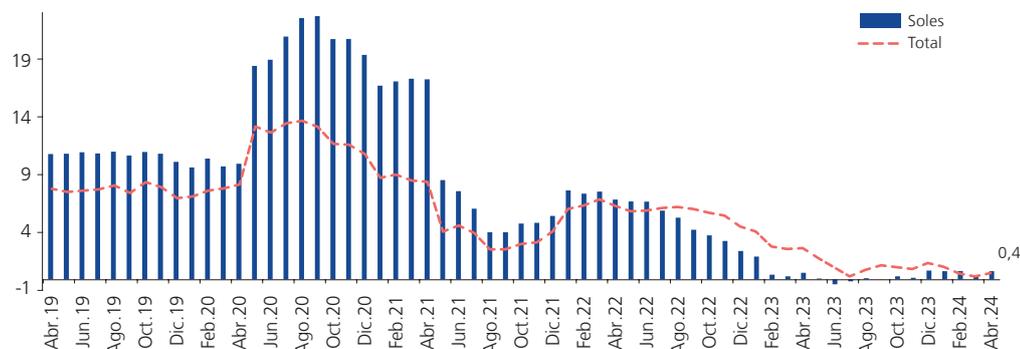
Microempresas: Ventas anuales menores a S/ 5 millones y endeudamiento total menor a S/ 20 mil (Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil).

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2023.

Fuente: BCRP.

83. Se observa una desaceleración tanto del crédito en soles como del crédito en dólares en lo que va del año. En abril de 2024 el crédito en soles creció en 0,7 por ciento, mientras que el denominado en moneda extranjera se redujo en 0,6 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 83
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
 (Tasas de crecimiento anual)



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Mar.24	Abr.24
Moneda Nacional	10,1	19,4	5,5	2,4	0,8	0,3	0,7
Moneda Extranjera	-0,3	-11,0	-0,8	12,1	3,1	-0,5	-0,6
Total	7,0	10,9	4,1	4,5	1,3	0,1	0,4

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2023.

Fuente: BCRP.





Morosidad

84. El **coeficiente de morosidad** en abril de 2024 se ubicó en 4,60 por ciento, superior al registrado en diciembre de 2023 (4,30 por ciento). Este resultado estaría explicado por la mayor morosidad de los créditos a empresas, principalmente por el incremento en el segmento de micro y pequeñas empresas y, en menor medida, en el segmento de corporativos y grandes empresas. Por su parte, la morosidad de los créditos a personas naturales también se incrementó en el mismo periodo, en particular en el caso del crédito vehicular. Cabe señalar que el aumento en la morosidad es un reflejo del desempeño de la actividad económica en lo que va de 2024.

Cuadro 35
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Mar.24	Abr.24
Crédito a empresas	3,71	3,73	4,60	5,09	5,27	5,72	5,69
Corporativo y grandes empresas	0,62	1,04	1,08	1,39	1,01	1,19	1,22
Medianas empresas	8,24	6,27	9,49	11,65	13,42	13,99	13,83
Micro y pequeñas empresas	6,29	6,06	6,54	6,37	6,91	7,81	7,94
Crédito a personas	2,85	4,91	2,57	2,54	3,21	3,32	3,41
Consumo	2,81	5,92	2,23	2,51	3,55	3,65	3,75
<i>Tarjetas de crédito</i>	5,33	12,70	6,28	6,58	8,46	8,62	8,47
<i>Vehicular</i>	3,75	5,85	3,72	3,37	3,64	4,20	4,36
<i>Resto</i>	1,46	3,07	1,35	1,57	2,41	2,52	2,68
Hipotecario	2,91	3,51	3,01	2,57	2,69	2,82	2,89
TOTAL	3,24	4,00	3,76	3,97	4,30	4,60	4,60

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

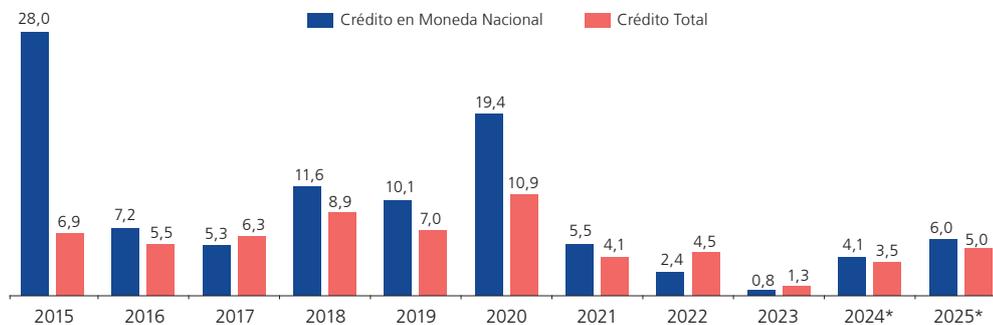
85. Se prevé un incremento del crédito en moneda nacional, en línea con la evolución de la actividad económica. Con ello, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional ascendería a 4,1 por ciento en 2024; y 6,0 por ciento en 2025, tomando en cuenta la culminación de la amortización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

De igual manera, en 2024 y 2025 se prevé que el crédito al sector privado crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del coeficiente de crédito respecto al PBI en 2020 el cual casi ha sido revertido en 2023. Así, se espera que el ratio de crédito se ubique en 40,2 y 39,9 por ciento del PBI en 2024 y 2025, respectivamente (luego de haberse ubicado en 52,6 por ciento en 2020).

Asimismo, las tasas de crecimiento de la liquidez total y del circulante serían menores a las del PBI nominal en 2023 y 2024 debido al avance en la normalización de las condiciones financieras, con un crecimiento de la liquidez en moneda nacional cercano al del PBI nominal en 2025. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI se reduciría de 45,5 por ciento en 2023, a 44,9 por ciento en 2024 (ligeramente por debajo del nivel prepandemia), y a 44,4 por ciento en 2025. Esto toma en cuenta el retiro de depósitos de CTS y fondos de AFP, lo que afectará a la liquidez a partir de fines del segundo trimestre de 2024. En

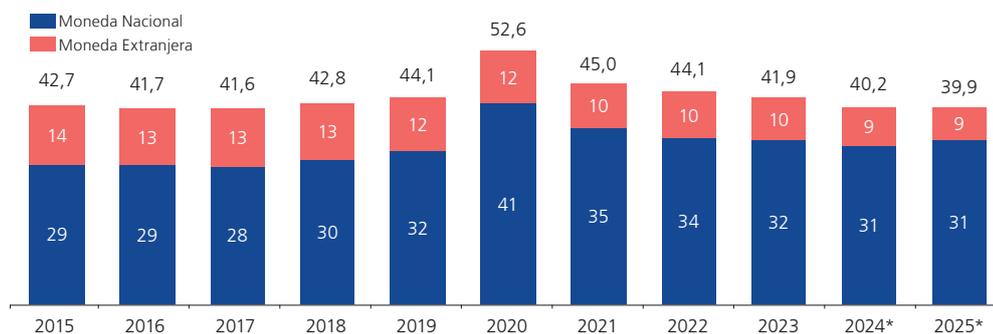
tanto, el ratio con respecto al PBI correspondiente al circulante de sociedades de depósito se contraería de 7,5 por ciento en 2023 a 6,9 por ciento en 2024, y a 6,5 por ciento en 2025, nivel similar al registrado previo a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 84
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



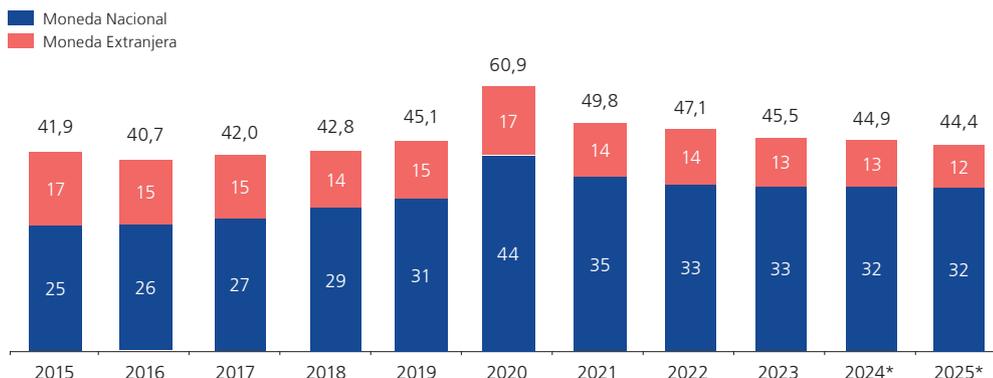
Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2023).
*Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 85
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2023).
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 86
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2023).
* Proyección.
Fuente: BCRP.



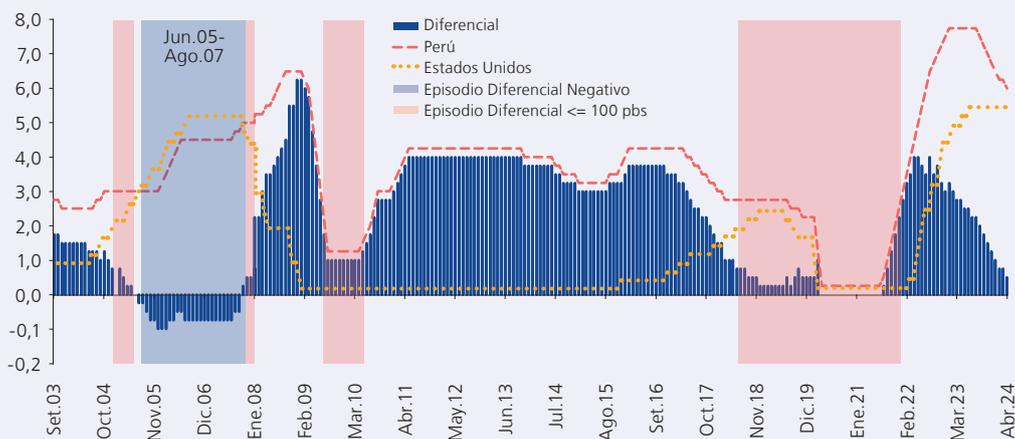
Recuadro 4 DIFERENCIAL NEGATIVO DE LAS TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PERÚ Y ESTADOS UNIDOS EN 2005-2007

En este Recuadro se describe el contexto financiero y cambiario entre junio de 2005 y agosto de 2007, cuando la tasa de interés de referencia del BCRP se ubicó por debajo de la tasa de interés de política monetaria de la Fed por única vez desde que se utiliza la tasa de interés de referencia en Perú (setiembre de 2003). Este diferencial llegó a ser de 100 puntos básicos entre noviembre de 2005 y enero de 2006.

El diferencial negativo entre las tasas de interés de política ocurrió en un contexto de alzas de la tasa de la Fed –debido al sólido crecimiento en los Estados Unidos– y de precios minoristas afectados por las alzas de cotizaciones del petróleo y otros *commodities*. En el Perú, dado el episodio de *boom* de *commodities*, se registró una fuerte entrada de capitales y una consiguiente apreciación de la moneda local, así como altas tasas de crecimiento económico. Durante este periodo de diferencial negativo, la tasa de inflación promedio en los últimos doce meses en Perú fue de 1,5 por ciento y el crecimiento anual promedio del PBI fue 7,2 por ciento.

A junio el diferencial entre las tasas de interés de política monetaria entre Perú y Estados Unidos es positivo en 0,25 por ciento, y la evolución de este diferencial dependerá de las propias condiciones macroeconómicas de cada país. Sin embargo, el escenario base considera que la magnitud de este diferencial de tasas será pequeña en el horizonte de proyección.

TASAS DE POLÍTICA MONETARIA EN PERÚ Y ESTADOS UNIDOS
(En porcentaje)



Fuente: BCRP.

a. Tasas de interés

Durante este episodio, la tasa de interés de referencia se elevó de 3,00 a 4,75 por ciento. Esta variación (175 pbs.) fue absorbida rápidamente por la mayoría de las tasas de interés de corto plazo en soles, entre las cuales destaca la de préstamos interbancarios *overnight* (178 pbs.), depósitos a plazo de las empresas bancarias (156 pbs.) y preferencial activa corporativa a 3 meses (142 pbs.).¹³

13 No obstante, la tasa de interés del crédito hipotecario disminuyó en 368 pbs., influenciada por la reducción en la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años (170 pbs.), el aumento en la participación de los inversionistas no residentes en el mercado de bonos local (9 a 24 por ciento) y la mejora en el rating soberano durante 2006.

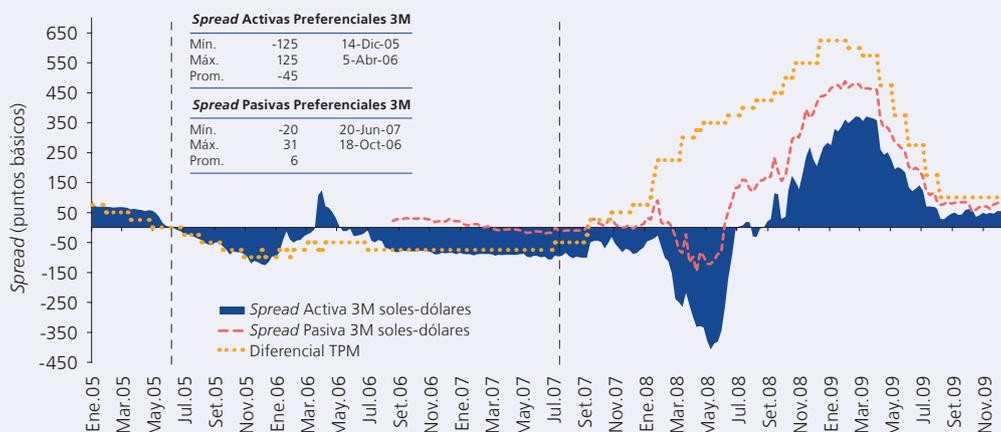
De igual manera, las tasas de interés en dólares locales cambiaron según el incremento en la tasa de la Fed de 3,25 por ciento en junio de 2005 a 5,25 por ciento en agosto de 2007 (200 pbs.), especialmente la tasa activa preferencial corporativa a 3 meses (231 pbs.), préstamos interbancarios *overnight* (226 pbs.) y depósitos a plazo (191 pbs.).

b. Diferencial de moneda en tasas de interés

El diferencial negativo o cercano a cero se trasladó rápidamente a las tasas de interés del sistema financiero. En primer lugar, se observó un diferencial negativo (soles menos dólares) entre las tasas de interés activas preferenciales a 3 meses entre junio de 2005 y marzo de 2006, y entre mayo de 2006 y junio de 2008. Un mes después (en julio de 2008) el diferencial volvió a ser positivo, a medida que el BCRP inició un nuevo ciclo de alzas en la tasa de referencia y la Fed comenzó a reducir su tasa de política.

Entre las tasas de interés pasivas preferenciales también se observó un diferencial negativo (soles menos dólares) entre febrero y setiembre de 2007, y por un corto periodo en diciembre de 2007. Posteriormente, durante la crisis *subprime*, este diferencial también se volvió negativo entre marzo y mayo de 2008.

DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS PREFERENCIALES A 3 MESES (SOLES MENOS DÓLARES) Y DIFERENCIAL DE TASAS DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: BCRP.

Los diferenciales también fueron negativos en otras tasas de interés. El diferencial entre la tasa de depósitos a plazo de las empresas bancarias y la tasa de referencia tuvo un comportamiento mixto, pero fue negativo entre setiembre y diciembre de 2005 y entre enero y setiembre de 2007. El diferencial entre las tasas de rendimiento de bonos soberanos y globales al plazo de 10 años fue negativo por un corto periodo de tiempo entre el 10 de mayo y el 11 de julio de 2007.¹⁴

c. Mercado cambiario

A lo largo del periodo se observó una tendencia apreciatoria del sol asociada a los sólidos fundamentos en el frente externo. Sin embargo, se registraron algunos episodios de volatilidad

14 Por su parte, las tasas de interés promedio de crédito hipotecario en soles y dólares presentaron un diferencial negativo en algunos periodos cortos.

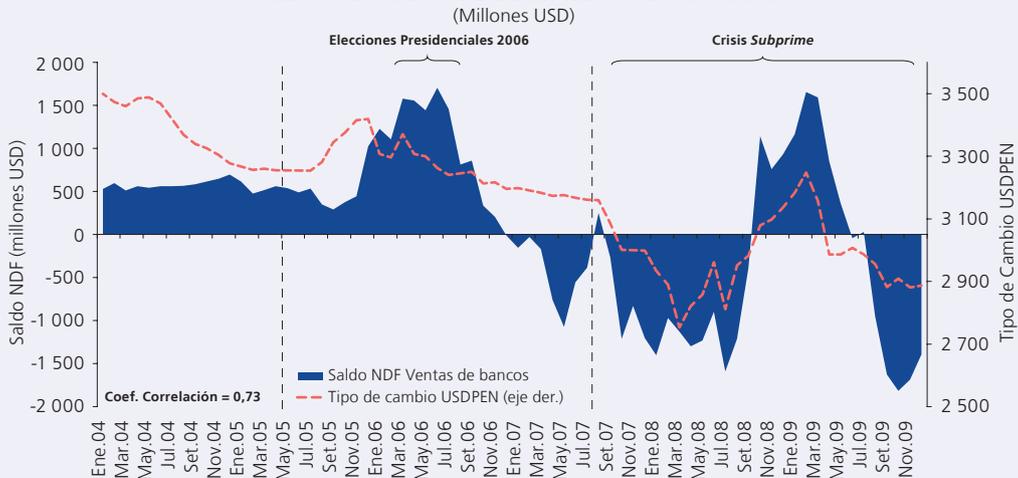


del tipo de cambio y de presiones depreciatorias, lo que estuvo asociado a la mayor demanda de dólares por parte de las AFP y al aumento de la incertidumbre política.

En el primer semestre de 2005, el sol se apreció por la tendencia positiva de la balanza de pagos¹⁵, la desdolarización del sistema bancario y AFP, y por la reducción del riesgo país. Al inicio del periodo del diferencial negativo (mayo y junio de 2005), la volatilidad del sol fue baja (0,5 puntos porcentuales). Sin embargo, desde agosto de 2005 el tipo de cambio presentó una tendencia al alza por la mayor demanda de dólares de la banca y de las AFP, quienes recompusieron sus portafolios¹⁶, así como por la incertidumbre generada por el inicio del proceso electoral de 2006. De ese modo, entre agosto y diciembre de 2005, la volatilidad del tipo de cambio subió a 4,2 puntos porcentuales.

Desde julio de 2006 se observó nuevamente una apreciación del sol, que se reflejó en la reducción del saldo de ventas netas *forward* de la banca desde un saldo positivo de USD 1 027 millones en diciembre de 2005 a un saldo negativo de USD 9 millones en diciembre de 2006. Entre diciembre de 2006 y setiembre de 2007, el tipo de cambio se apreció en 3,47 por ciento, en un entorno de debilitamiento del dólar a nivel global (7,09 por ciento) por los temores de una recesión en Estados Unidos, la crisis *subprime* y las reducciones sucesivas en la tasa de política de la Fed.

SALDO VENTA NETA DE FORWARDS DE EMPRESAS BANCARIAS Y TIPO DE CAMBIO USD/PEN
SALDO NDF VENTA DE EMPRESAS BANCARIAS



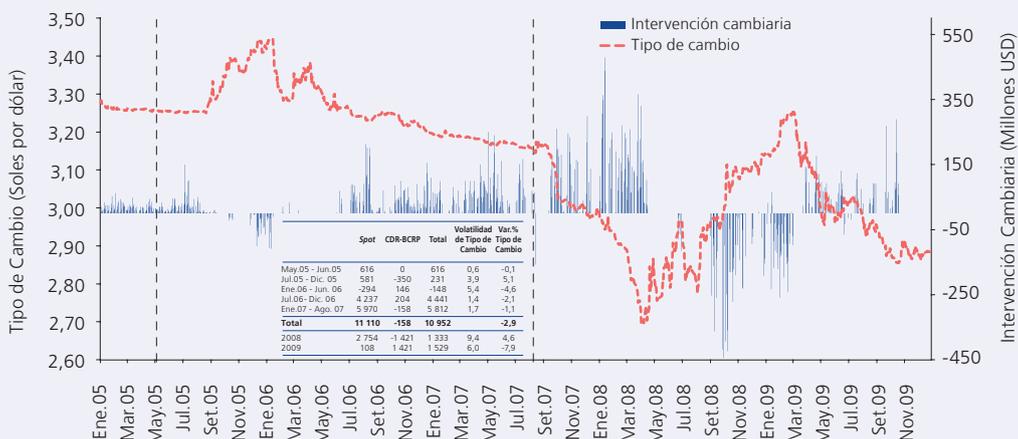
Fuente: BCRP.

En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario mediante operaciones *spot* y con colocaciones de CDR BCRP para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Entre mayo y julio de 2005, el BCRP intervino a través de compras en el mercado *spot* (USD 1 381 millones). Luego, entre agosto de 2005 y junio de 2006, el BCRP realizó ventas netas en el mercado *spot* por USD 478 millones y colocaciones netas de CDR BCRP por USD 204

15 El precio del cobre presentó una tendencia alcista hasta abril de 2006.
 16 La rápida subida del tipo de cambio a partir del 24 de agosto tuvo su origen en la demanda puntual de dólares *spot* proveniente de las AFP (USD 284 millones), principalmente para la adquisición de bonos estructurados. Entre agosto 2005 y enero de 2006 las AFP demandaron USD 543 millones en el mercado *spot*. Desde noviembre de 2004 (Resolución SBS N° 1738-2004), las AFP tienen a los contratos *forwards* de monedas como alternativa para administrar el riesgo cambiario del portafolio. Con anterioridad, el riesgo cambiario era asumido por el portafolio, el cual reflejaba tal situación en la rentabilidad que generaba, y se señalaba que las AFP no podían utilizar instrumentos de cobertura para la administración del mencionado riesgo debido a que la regulación no lo permitía.

millones. Posteriormente, entre julio de 2006 y agosto de 2007, la posición del BCRP volvió a ser de demanda neta de dólares.

TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/

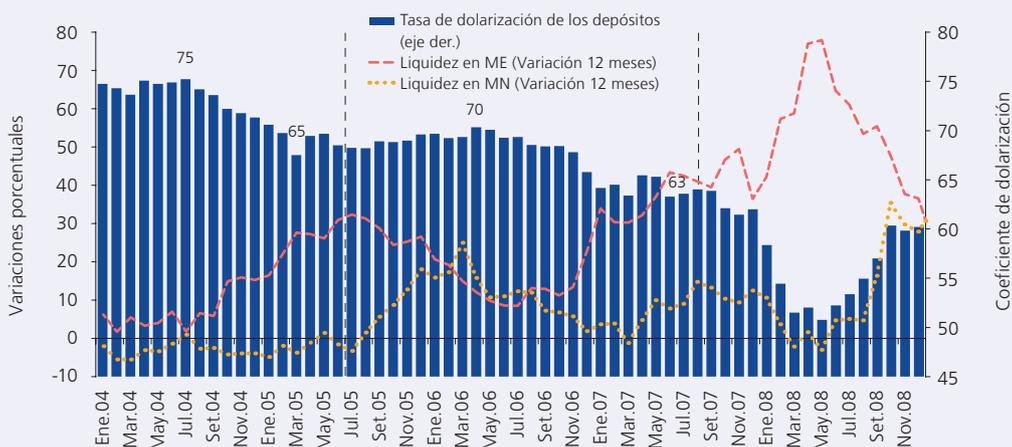


1/ Incluye Compras/ventas de dólares en el mercado spot y colocación neta de CDR BCRP.
Fuente: BCRP.

d. Dolarización

En el mercado monetario, la liquidez en soles mantuvo tasas de crecimiento superiores a la de la liquidez en dólares en la mayor parte del periodo. Al inicio, se observó una desaceleración de la liquidez en soles desde mediados de 2005, seguido de un periodo de alto crecimiento a partir de fines de 2006, que coincidió con la pausa en los incrementos en la tasa de referencia del BCRP y un diferencial negativo de tasas de 75 pbs. que se mantuvo por trece meses consecutivos.

DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS



Fuente: BCRP.

Asimismo, se observó una reducción de la dolarización de los depósitos de las empresas bancarias, pese a la tendencia también creciente de la liquidez en dólares. Entre julio de 2004 y marzo de 2005, cuando el diferencial de tasas se venía reduciendo, la dolarización

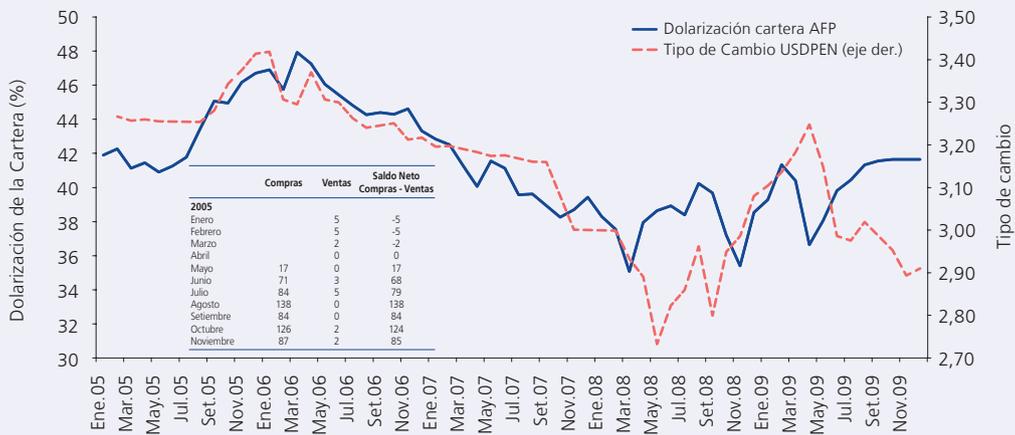




disminuyó de 75,2 a 67,5 por ciento. Posteriormente, entre junio de 2006 y junio de 2007, la dolarización se redujo de 70,1 a 63,3 por ciento. Esta tendencia decreciente continuó hasta mayo de 2008.

Por su parte, las operaciones de las AFP con los bancos locales en 2005 se incrementaron paulatinamente, en línea con el aumento del límite permitido de inversiones en el exterior, generando presiones en el mercado cambiario. Así, los fondos de pensiones demandaron dólares en el mercado *spot* para la transferencia e inversión en el exterior.¹⁷ La dolarización de la cartera de inversiones presentó una tendencia ascendente hasta marzo de 2006.¹⁸

DOLARIZACIÓN DE LA CARTERA DE LAS AFP Y TIPO DE CAMBIO



Fuente: BCRP y SBS.

Comentarios Finales

En el episodio de diferencial negativo de tasas de interés de política monetaria registrado entre 2005 y 2007, las tasas de interés del mercado monetario fueron influenciadas por los movimientos en las tasas de referencia del BCRP y la Fed. Así, el diferencial negativo entre estas se trasladó también a las demás tasas del sistema financiero. Durante este episodio se mantuvo el traspaso de los cambios en la tasa de referencia a las tasas de interés de corto plazo en soles, lo que es reflejo de la potencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En cuanto al mercado cambiario, aunque a lo largo del periodo se observó una tendencia apreciativa de la moneda local asociada a los sólidos fundamentos macroeconómicos, se registraron episodios de mayor volatilidad del tipo de cambio y de mayor demanda de dólares por parte de las AFP en el

17 Las AFP también suelen ofertar dólares en el mercado de derivados con fines de cobertura de sus inversiones.
 18 Por otro lado, los inversionistas no residentes incrementaron progresivamente su participación en el mercado de Bonos del Tesoro Público (BTP), así como sus operaciones en el mercado cambiario local. Esta mayor participación fue resultado de la mejoría en la calificación crediticia de la deuda soberana y la reducción del riesgo país. Así, entre mayo de 2005 y setiembre de 2007 la participación de los inversionistas no residentes aumentó de 9 a 24 por ciento.

mercado *spot*, y demanda de dólares *forward* por parte de los inversionistas no residentes. Asimismo, no se observó un incremento de la dolarización de los depósitos a pesar del diferencial negativo de tasas.

En la coyuntura actual se estima que la Fed iniciaría su ciclo de recortes de tasa en el último trimestre del año. Dada la proximidad de las tasas de política del BCRP y de la Fed, la evolución de estas tasas podría traer consigo un diferencial negativo de tasas de interés en los próximos meses. El escenario base considera que la magnitud del diferencial de tasas de interés sería pequeña en el horizonte de proyección. En la región, hay países que también están reduciendo su diferencial como Chile (de 175 a 25 pbs. desde junio de 2024) o haciéndolo más negativo como Costa Rica (de -25 a -75 pbs. desde fines de abril de 2024). En el Perú, la elevada credibilidad del BCRP le otorga la capacidad de ejercer una política monetaria contracíclica que dependerá de la información relevante sobre la inflación y sus determinantes, con el compromiso de mantener la inflación dentro del rango meta.



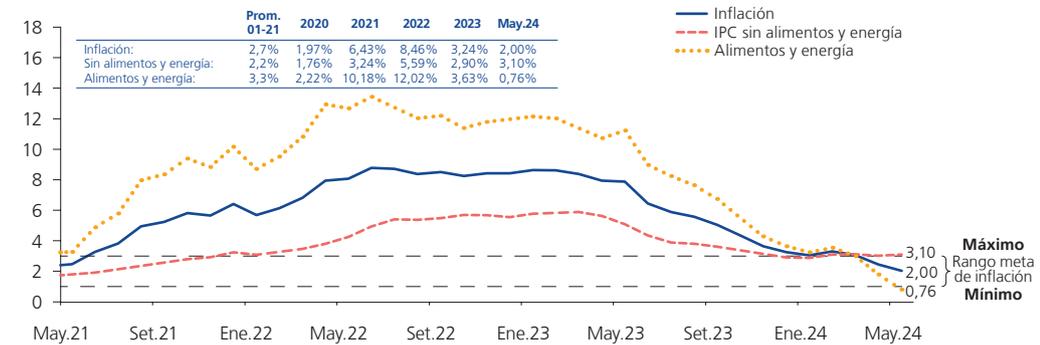


VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente

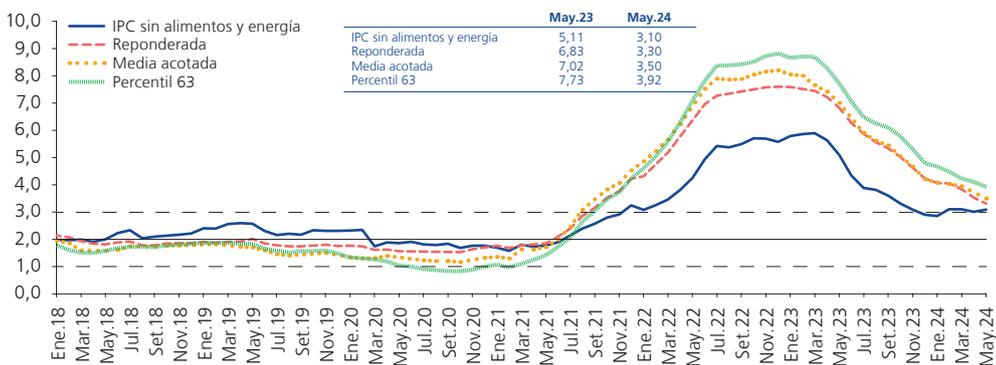
86. La **inflación** interanual continuó disminuyendo, pasando de 3,29 por ciento en febrero de 2024 a 2,00 por ciento en mayo de 2024, ubicándose en el centro del rango meta.

Gráfico 87
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: BCRP.

Gráfico 88
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



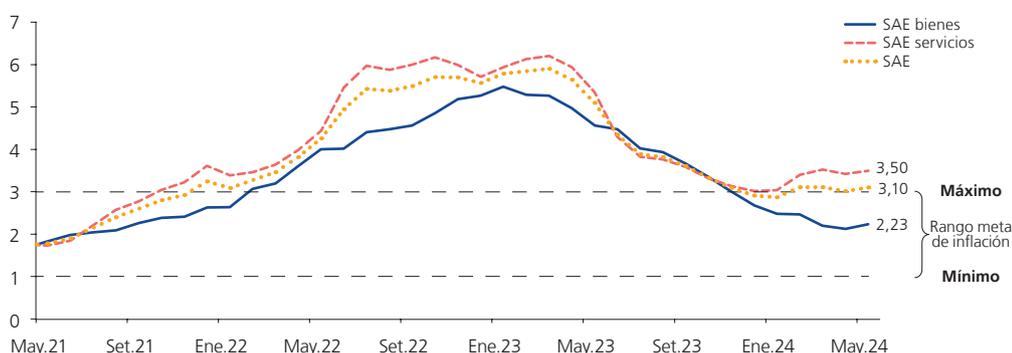
Nota:

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

Los rubros que más contribuyeron a la desaceleración de la inflación interanual entre febrero y mayo fueron pollo, comidas fuera del hogar, pescado, hojas o tallos y otras frutas frescas. La inflación sin alimentos y energía se mantuvo en 3,10 por ciento en el mismo periodo, incidiendo al alza el transporte local, el transporte aéreo internacional y los vehículos a motor, compensados por una desaceleración del transporte aéreo nacional, artículos para el cuidado personal y educación. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación, a excepción del IPC sin alimentos y energía, mostraron una tendencia interanual decreciente entre febrero y mayo, pero permanecieron por encima del rango meta.

87. La inflación sin alimentos y energía (SAE) registró una clara tendencia decreciente entre abril y diciembre de 2023, cerrando el año dentro del rango meta. Sin embargo, entre febrero y mayo de 2024 volvió a superar el límite superior del rango y se ha mantenido estable en una tasa interanual de 3,1 por ciento. Este comportamiento entre febrero y mayo reflejó una aceleración del componente de servicios, en particular de transporte local, tarifas de agua y transporte aéreo internacional. El componente educación es el de mayor contribución a la tasa interanual y se ha mantenido elevado desde el incremento de matrículas y pensiones escolares de marzo de 2023.

Gráfico 89
INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA
(Variación porcentual últimos 12 meses)



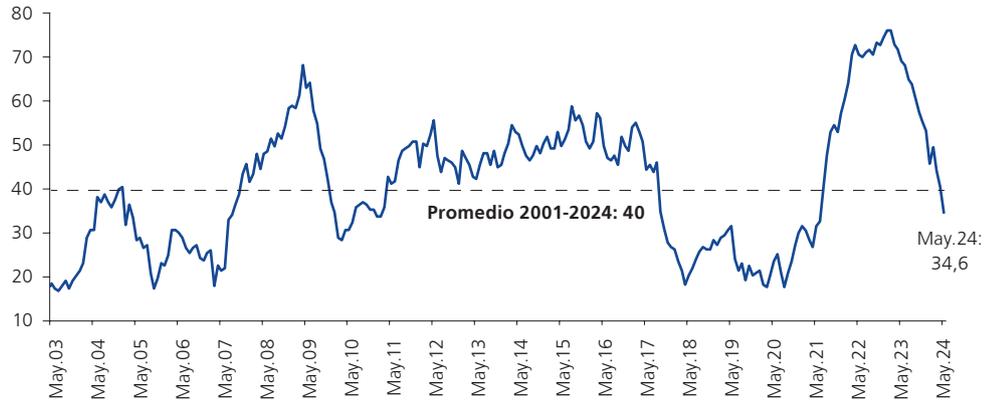
Cuadro 36
INFLACIÓN SERVICIOS
(Variación porcentual últimos 12 meses)

	Peso	Dic.23	Ene.24	Feb.24	Mar.24	Abr.24	May.24
Servicios	37,89	3,01	3,04	3,40	3,52	3,42	3,50
Educación	8,61	6,40	6,40	5,89	5,29	5,37	5,48
del cual:							
Primaria	1,55	10,39	10,39	9,34	6,31	6,31	6,31
Secundaria	1,26	10,74	10,74	9,75	6,42	6,42	6,42
Superior	4,26	3,86	3,86	3,55	4,92	5,04	4,91
Transporte	9,14	2,89	3,39	3,77	4,82	4,50	4,68
del cual:							
Terrestre nacional	0,27	-5,23	2,09	1,63	7,16	-10,25	-2,41
Local	8,08	3,51	3,70	4,00	4,54	5,01	5,06
Aéreo nacional	0,24	24,20	25,28	20,13	29,29	6,59	2,24
Aéreo internacional	0,55	-9,05	-6,72	-3,82	1,46	2,12	2,05
Salud	1,48	3,28	3,09	3,50	3,73	3,22	3,02
Otros servicios	5,03	3,23	2,99	3,29	2,93	2,76	2,65
Otros servicios personales	3,37	2,39	2,44	2,41	2,42	2,29	2,16
Servicios públicos	5,81	0,71	0,25	2,21	2,18	2,18	2,18
del cual:							
Agua	1,37	1,32	0,00	7,48	7,48	7,48	7,48
Alquileres	4,45	-0,19	-0,19	0,06	0,16	0,28	0,64



88. De un total de 188 rubros que componen el Índice de Precios del Consumidor, el 35 por ciento registró una variación interanual mayor al 3 por ciento. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero de 2023 y ha venido disminuyendo a partir de marzo, ubicándose en mayo en su nivel más bajo desde junio 2021 y por debajo de su nivel de largo plazo (40 por ciento).

Gráfico 90
PORCENTAJE DE RUBROS DEL IPC CON VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS MAYOR A 3%



	May.23	Jun.23	Jul.23	Ago.23	Set.23	Oct.23	Nov.23	Dic.23	Ene.24	Feb.24	Mar.24	Abr.24	May.24
Porcentaje	69	68	65	64	61	57	55	53	46	49	44	40	35
Número de rubros:													
Rubros con variación mayor a 3%	130	128	122	120	114	108	104	100	86	93	83	76	65
Rubros con variación menor a 3%	58	60	66	68	74	80	84	88	102	95	105	112	123

Nota: La inflación promedio anual correspondiente al periodo 2001-2024 es 3,01 por ciento.

89. 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 0,21 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y mayo (1,45 por ciento).

Cuadro 37
**RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO,
 COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM**

	Peso Base Dic.21	Var.% 12 m. Dic.22	Contr. Pond.	Var.% 12 m. Dic.23	Contr. Pond.	Var.% acum. Ene-May.24	Contr. Pond.
IPC	100,00	8,46	8,46	3,24	3,24	1,45	1,45
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,58	5,19	0,76	1,92	0,27	0,78	0,11
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	7,99	11,40	0,91	1,44	0,12	0,72	0,06
Vinculados a <i>commodities</i> de alimentos	5,84	15,21	0,89	3,96	0,25	-0,34	-0,02
Combustibles	2,15	1,05	0,02	-6,36	-0,13	4,34	0,08
Rubros relacionados al IPM	1,37	7,90	0,11	1,32	0,02	7,48	0,10
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,62	11,46	0,30	-7,11	-0,19	-2,46	-0,06
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	26,56	7,82	2,08	0,82	0,22	(0,81)	0,21
Resto	73,44	8,69	6,38	4,10	3,02	(1,67)	1,24

90. En cuanto a la evolución de la inflación en 2024, entre enero y mayo, el nivel general de precios aumentó 1,45 por ciento. Este resultado se explica principalmente por el incremento de los precios de los servicios (2,0 por ciento), que contribuyó con 0,73 puntos porcentuales a la inflación del periodo, destacando los servicios de educación (4,9 por ciento), transporte local (2,1 por ciento) y agua (7,5 por ciento). Por su parte, el incremento de precios de las comidas fuera del hogar (1,7 por ciento) contribuyó con 0,27 puntos porcentuales, mientras que el crecimiento del precio de los combustibles (4,3 por ciento) lo hizo con 0,08 puntos porcentuales. Ello fue contrarrestado en parte por la disminución de 2,5 por ciento en los precios de la electricidad (-0,06 puntos porcentuales a la inflación). Los precios de los alimentos dentro del hogar aumentaron 1,0 por ciento, contribuyendo con 0,26 puntos porcentuales a la inflación del periodo.

Cuadro 38
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	2024	
						May.24/Dic.23*	May.24/May.23
IPC	100,0	1,97	6,43	8,46	3,24	1,45	2,00
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	1,76	3,24	5,59	2,90	1,68	3,10
a. Bienes	17,4	1,5	2,6	5,3	2,7	1,0	2,2
b. Servicios	37,9	1,9	3,6	5,7	3,0	2,0	3,5
Educación	8,6	2,0	1,6	3,9	6,4	4,9	5,5
Salud	1,5	1,2	2,8	7,3	3,3	1,5	3,0
Transporte	9,1	2,5	3,7	12,3	2,9	1,2	4,7
Otros	18,7	1,6	1,7	3,2	1,5	1,1	1,9
2. Alimentos y energía	44,7	2,22	10,18	12,02	3,63	1,18	0,76
a. Alimentos y bebidas	40,0	2,2	8,0	12,6	4,8	1,3	0,8
Alimentos dentro del hogar	24,5	2,9	9,8	14,5	3,7	1,0	-1,5
Comidas fuera del hogar	15,5	1,0	4,5	9,7	6,6	1,7	4,8
b. Combustibles y electricidad	4,8	2,1	24,4	6,8	-6,8	0,5	0,1
Combustibles	2,1	-4,2	47,2	1,0	-6,4	4,3	3,3
Electricidad	2,6	6,7	9,5	11,5	-7,1	-2,5	-2,4

* Variación porcentual acumulada
Fuente: BCRP.

91. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-mayo fueron educación, comidas fuera del hogar, otras frutas frescas, transporte local y huevos (1,20 puntos porcentuales a la inflación). Los rubros con mayor contribución negativa fueron papa, palta, choclo, pollo y electricidad (-0,55 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 39
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2024

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Educación	8,6	4,9	0,41	Papa	0,7	-20,9	-0,20
Comidas fuera del hogar	15,5	1,7	0,27	Palta	0,2	-36,9	-0,10
Otras frutas frescas	0,6	29,4	0,22	Choclo	0,1	-48,2	-0,10
Transporte local	8,1	2,1	0,18	Carne de pollo	2,7	-3,2	-0,08
Huevos	0,7	12,2	0,12	Electricidad	2,6	-2,5	-0,06
Cebolla	0,2	45,9	0,11	Transporte aéreo nacional	0,2	-26,6	-0,05
Suministro de agua	1,4	7,5	0,10	Otros tubérculos	0,1	-31,0	-0,05
Legumbres frescas	0,2	35,0	0,07	Aceite vegetal	0,4	-10,0	-0,03
Gas doméstico	0,8	9,7	0,06	Transporte terrestre nacional	0,3	-13,7	-0,03
Hojas o tallos	0,2	34,8	0,05	Zanahoria	0,1	-17,6	-0,03
Total			1,59	Total			-0,75

Fuente: BCRP.





Alimentos

Las variaciones en los precios de los alimentos en el periodo enero–mayo estuvieron en relación con las alteraciones climáticas que afectaron los procesos productivos y el abastecimiento, principalmente de los rubros “otras frutas frescas”, huevos, cebolla y arveja. Por otra parte, las mayores lluvias en la sierra central en la actual campaña agrícola y la mayor disponibilidad de insumos agrícolas fueron favorables para las siembras de papa, choclo, zanahoria y olluco, con la consecuente mejora de su abastecimiento, y disminución de sus precios.

Las comidas fuera del hogar, rubro que estuvo afectado por la menor concurrencia a los restaurantes durante la pandemia, continuó presentando una recuperación de sus precios. El rubro alcanzó una variación en los últimos 12 meses de 4,8 por ciento, mayor a la de los alimentos dentro del hogar (-1,5 por ciento).

El alza del rubro “otras frutas frescas” (29,4 por ciento), estuvo impulsado principalmente por el mayor precio del mango y de las fresas.

El precio del mango subió 64,9 por ciento en el periodo enero-mayo con respecto al mismo periodo del año anterior debido al menor abastecimiento procedente de Piura; ello como resultado de las altas temperaturas durante la campaña agrícola en la costa norte que alteraron el proceso de floración de la planta, y por ende los rendimientos. El precio de la fresa aumentó 47,5 por ciento en dicho periodo reflejando las alzas de los meses de febrero a abril por un menor abastecimiento estacional procedente de los valles de Lima.

El precio de los huevos subió 12,2 por ciento reflejando las alzas de los meses de febrero a abril. Las condiciones cálidas del medio ambiente, principalmente en febrero y marzo, disminuyeron la productividad de las aves e incrementaron la merma en la comercialización del producto; a ello se sumó el aumento de la demanda de huevo para la preparación de las loncheras escolares en los meses de marzo y abril.

El precio de la cebolla registró alzas a lo largo del periodo por los problemas que afectaron al cultivo en Arequipa, como las restricciones al acceso del agua en los meses de setiembre a diciembre de 2023, así como las lluvias e inundaciones en febrero y marzo de 2024. Ello impactó en las cosechas, dando lugar a un menor ingreso del producto.

El precio de las legumbres frescas subió 35,0 por ciento, ante el mayor precio de la arveja verde, principal componente de este rubro. El abastecimiento de esta legumbre disminuyó en abril y mayo, como resultado de las bajas temperaturas que afectaron los sembríos en las zonas altoandinas de Junín.

El precio de la papa, en contraste, registró rebajas a lo largo del periodo ante un mayor abastecimiento de la variedad “blanca”, la cual procede de Junín. En este caso, las siembras estuvieron favorecidas por las mejores condiciones climáticas (incremento de las lluvias a partir de octubre). Estos factores también contribuyeron a una mayor oferta de choclo procedente de esa región, lo que dio lugar a la rebaja de su precio (-48,2 por ciento). Asimismo, el rubro “otros tubérculos” que comprende al olluco, registró una variación negativa de 31,0 por ciento, ante mayores envíos desde Junín. Su producción estuvo afectada en la campaña anterior por el encarecimiento de los insumos y la variabilidad del clima (sequía en la mayor parte de la campaña). Igualmente disminuyó el precio de la zanahoria (-17,6 por ciento) por mayores siembras en Junín, principal lugar de procedencia en el primer semestre del año.

El precio del pollo disminuyó 3,2 por ciento, resultado en el que influyeron las rebajas de abril y mayo (-11,6 y -1,3 por ciento, respectivamente). A este resultado contribuyó la disminución de las condiciones cálidas, que habían afectado la alimentación de las aves y por consiguiente su rendimiento en febrero y marzo; ello dio lugar al aumento del volumen ofertado a partir de abril. Asimismo, los precios del jurel y el bonito, sus principales productos sustitutos, disminuyeron 3,7 y 8,4 por ciento, respectivamente, en el periodo enero-mayo.

El precio del aceite vegetal registró una variación negativa de 10,0 por ciento, lo que está acorde a la disminución de la cotización internacional del aceite de soya, su principal insumo (-16,9 por ciento la variación acumulada en el periodo enero-mayo).

Servicios

El componente Servicios registró un incremento de 2,0 por ciento en el periodo enero-mayo principalmente por los servicios de educación, transporte local y suministro de agua.

Las tarifas de los servicios de educación fueron reajustadas en marzo, al inicio del nuevo año lectivo en todos sus niveles. La educación superior subió 3,4 por ciento en promedio, como resultado del incremento de las matrículas y pensiones de las universidades privadas (4,2 y 3,8 por ciento respectivamente), y en los institutos de educación superior no estatal (2,7 y 2,9 por ciento, respectivamente). En lo que respecta a la educación primaria, se registró un incremento promedio de 5,7 por ciento en marzo (8,7 por ciento en marzo 2023, en el contexto del retorno a las clases presenciales), en este caso, las pensiones en los colegios particulares subieron 6,3 por ciento, mientras que los gastos asociados al proceso de matrícula aumentaron 2,9 por ciento. En cuanto al nivel secundario (5,9 por ciento en promedio en comparación al 9,2 por ciento de marzo 2023), las pensiones en los colegios particulares se incrementaron en 6,4 por ciento, y los gastos de matrícula en 2,7 por ciento.

El rubro de transporte local registró sucesivas alzas en el periodo enero-mayo. La Autoridad de Transporte Urbano para Lima y Callao (ATU) autorizó en febrero el incremento de la tarifa del medio pasaje de escolares, universitarios y estudiantes de institutos, en las unidades del Metropolitano. El pasaje en mototaxi aumentó en febrero, marzo y abril (0,9, 1,9 y 3,5 por ciento, respectivamente), y la movilidad particular a los colegios subió al inicio del año escolar (8,0 por ciento).

La tarifa del servicio de agua potable y alcantarillado subió 7,5 por ciento en febrero, acorde al alza contemplada en el plan quinquenal de Sedapal correspondiente al periodo 2022-2026. Esta alza fue aprobada por el organismo regulador Sunass, con base al cumplimiento de metas de gestión de la empresa.

Energía

Las tarifas de electricidad disminuyeron 2,5 por ciento en el periodo enero-mayo en lo que influyó el reajuste en febrero y mayo (-1,2 por ciento en ambos meses). Las rebajas se debieron principalmente a la reducción del componente de generación, lo que resultó de la revisión trimestral de los pliegos tarifarios, acorde a la legislación vigente. Se procedió al ajuste por el mecanismo de compensación, que resulta de las diferencias entre el precio a nivel de generación, definido ex ante por Osinergmin y los precios realizados de los contratos de licitaciones de largo plazo.



El precio del balón de gas doméstico subió 9,7 por ciento en el periodo enero-mayo, lo que respondió principalmente a las actualizaciones de la banda del GLP envasado, producto incluido en el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles derivados del Petróleo (FEPC), en el marco del Decreto Supremo N°001-2024-EF. Por medio de dicha norma, se modificó la forma de cálculo de la banda (con base al precio de paridad de importación y no del precio de paridad de exportación, como se realizaba anteriormente).

Proyecciones

92. El BCRP diseña e implementa sus acciones de política monetaria en respuesta a la proyección de la inflación y de sus determinantes en un horizonte de 18 a 24 meses. Para ello se considera toda la información macroeconómica y financiera disponible al elaborar dicha proyección. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio) y las presiones inflacionarias asociadas tanto a factores de demanda como de oferta. Asimismo, parte del proceso de elaboración de proyecciones de inflación contempla la cuantificación de la incertidumbre a través de distintas herramientas y modelos y, posteriormente, la especificación de escenarios de riesgo junto con sus probabilidades de ocurrencia. A continuación, se presenta el escenario base de proyección de la inflación de este Reporte, y el balance de riesgos que podría ocasionar un eventual desvío respecto a dicho escenario, teniendo en cuenta tanto la magnitud del desvío como la probabilidad de ocurrencia.



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

Cabe destacar que la proyección de la inflación incluye la proyección de varios de sus rubros entre los que destaca la inflación sin alimentos y energía. Este componente de la inflación es notablemente importante debido a que refleja mejor los componentes de demanda sobre los que opera la política monetaria; y, al ser el componente más persistente de la inflación, se comporta como su tendencia. Así, el diseño de política monetaria también toma en cuenta la convergencia paulatina de este indicador al considerar que, en el horizonte de proyección, las distintas métricas de inflación convergen al mismo punto.

Se espera una tasa de inflación cerca al centro del rango meta en el horizonte de proyección. Se proyecta una tasa de inflación de 2,2 por ciento y 2,0 por ciento en 2024 y 2025, respectivamente, de manera similar a lo esperado en el Reporte de marzo.

Gráfico 92
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA (SAE): 2024-2025
 (Variación porcentual últimos 12 meses)

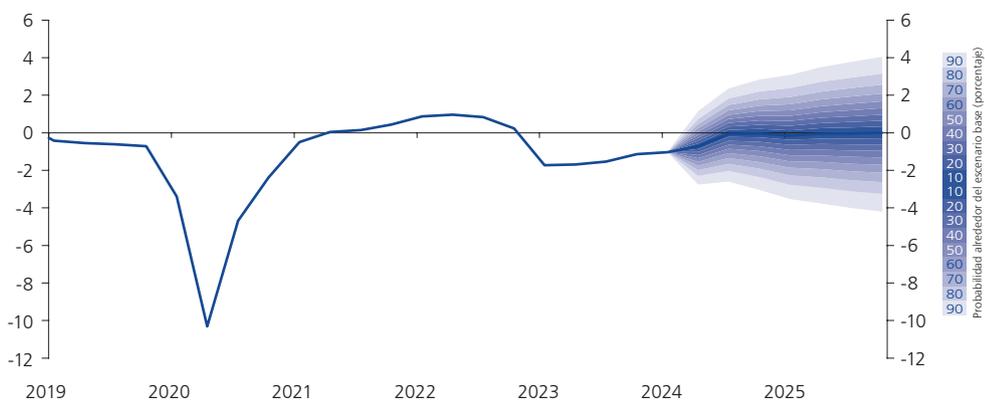


Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación sin alimentos y energía (SAE) a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en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

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

- 93. La baja confianza empresarial que se ha registrado durante el año anterior se irá recuperando gradualmente y, por otro lado, 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 93
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2024-2025
 (Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)

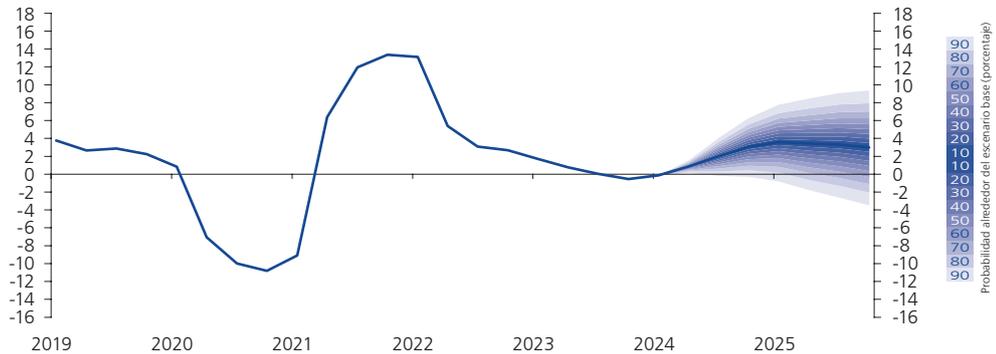


Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la brecha del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación.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



94. 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 94
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2024-2025
 (Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)



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

95. 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 similar al Reporte de Inflación de marzo. Para 2024 entre 2,6 y 3,0 por ciento, y para 2025 entre 2,5 y 3,0 por ciento. Las expectativas de inflación a 12 meses en mayo de 2024 se ubican en 2,56 por ciento, temporalmente en la parte superior del rango meta.

Gráfico 95
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES
 (Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 40
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
 (En porcentaje)

	RI Dic.23	RI Mar.24	RI Jun.24
Sistema Financiero			
2024	3,15	2,60	2,60
2025	2,50	2,50	2,50
Analistas Económicos			
2024	3,00	2,75	2,60
2025	2,50	2,50	2,50
Empresas No Financieras			
2024	4,00	3,00	3,00
2025	3,00	3,00	3,00

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

96. Asimismo, un determinante adicional de la inflación es el componente importado, el cual 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 disminuyan en 0,5 por ciento en 2024, principalmente por la reducción en los precios de algunas materias primas como el maíz, trigo y soya; para 2025 se espera un incremento en los precios promedio de las importaciones de 1,1 por ciento. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado a mayo muestran niveles entre S/ 3,75 y S/ 3,76 para 2024 y entre S/ 3,75 y S/ 3,80 para 2025.

Cuadro 41
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (En soles por dólar)

	RI Dic.23	RI Mar.24	RI Jun.24
Sistema Financiero			
2024	3,80	3,80	3,75
2025	3,82	3,78	3,75
Analistas Económicos			
2024	3,80	3,75	3,75
2025	3,85	3,73	3,80
Empresas No Financieras			
2024	3,80	3,80	3,76
2025	3,80	3,80	3,80

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

Se prevé que los efectos mencionados líneas arriba contribuyan a que la inflación se ubique en el valor medio del rango meta (2,0 por ciento) en el horizonte de proyección.





Balance de riesgos de la proyección de inflación

97. El sesgo en el balance de riesgos de la proyección de inflación se ha reducido respecto al Reporte de marzo. En el reporte anterior se consideró un sesgo al alza mientras que en el actual se presenta un sesgo neutral. Ello se sustenta en los siguientes choques:

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

La ocurrencia de fenómenos naturales de relativa intensidad podría interrumpir el desarrollo de algunas actividades económicas, el traslado de bienes perecibles y el abastecimiento de los mercados internos. Estos potenciales eventos podrían traducirse en mayores precios de alimentos y costos de transporte; sin embargo, el impacto esperado de este riesgo en el horizonte de proyección se reduce en comparación a lo presentado en el Reporte de marzo, debido a que el Fenómeno El Niño costero no se materializó en condiciones fuerte o extraordinario. En cambio, persisten los riesgos que las cadenas de suministros globales puedan afectarse por factores climáticos o geopolíticos que impacten en el transporte marítimo (por ejemplo, el bajo nivel de agua en el canal de Panamá o las dificultades de transporte en el mar Rojo).

Estos riesgos se ven contrarrestados por una probable mayor reversión de los choques que afectaron a los rubros de alimentos y energía en la canasta del consumidor. Por lo tanto, este riesgo se considera neutral en este Reporte de Inflación.

- **Choques financieros**

A nivel global, el incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales podría generar un episodio de salida de capitales en las economías emergentes, en particular asociado a la incertidumbre sobre el ritmo de reducción de las tasas de interés de la política monetaria en economías desarrolladas, la consecuente respuesta de los mercados financieros internacionales y a la mayor aversión global al riesgo por las tensiones geopolíticas. A nivel doméstico, episodios de mayor incertidumbre política y de conflictividad social podrían incrementar el riesgo país, y así amplificar la eventual salida de capitales. Ambos factores podrían generar presiones al alza en el tipo de cambio, contribuyendo así a una mayor inflación. El impacto esperado de este riesgo se reduce respecto a lo reportado en marzo.

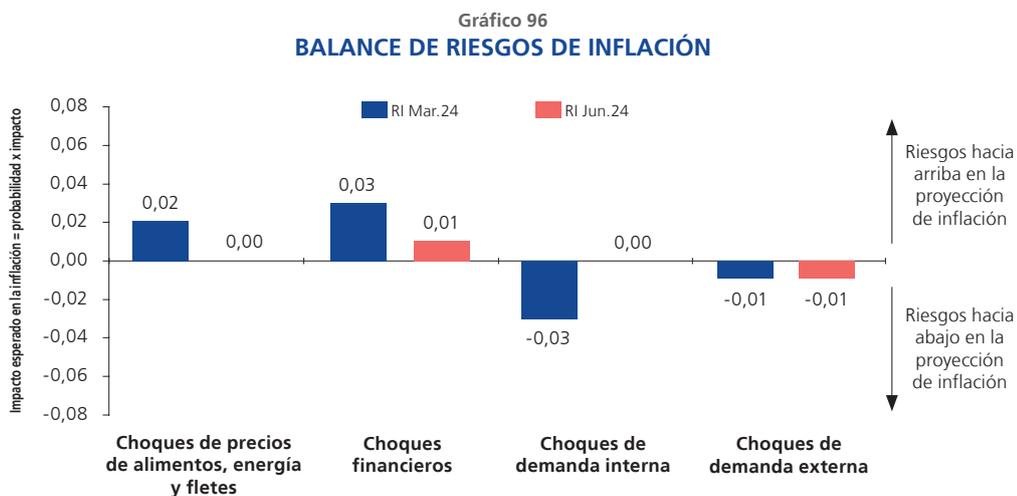
La reducción del impacto se debe a que un número importante de economías avanzadas ya han iniciado el ciclo de recortes de sus tasas de política monetaria; sin embargo, el riesgo se mantiene debido a que en Estados Unidos aún se mantienen las perspectivas de tasas de interés elevadas.

- **Choques de demanda interna**

La ocurrencia de episodios de inestabilidad política y de conflictividad social podría deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo y de la inversión privada. El menor gasto de inversión privada conduciría a una menor acumulación de capital y, por tanto, a un menor crecimiento potencial de la actividad económica. Por otro lado, esto podría ser compensado por una mayor ejecución de la inversión pública. El impacto esperado de este riesgo se habría reducido respecto a lo previsto en marzo hasta un punto neutral.

• **Choques de demanda externa**

Subsiste el riesgo de una desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros principales productos de exportación (demanda externa). Este escenario contingente podría generarse por: (i) mayores tensiones geopolíticas; (ii) nuevas disrupciones en las cadenas globales de suministros (guerra tecnológica entre China y Estados Unidos), tensiones comerciales entre Estados Unidos, China y otras economías avanzadas y mayores costos logísticos asociados al comercio exterior; (iii) el impacto de la persistencia de inflación sobre el consumo; y (iv) la probable desaceleración del crecimiento económico de China. Estos riesgos se ven parcialmente contrarrestados por la potencial mejora en los términos de intercambio asociada a mayores precios de los *commodities* que exportamos. El impacto de este riesgo se mantiene en relación con lo presentado en el Reporte de Inflación previo.



Fuente: BCRP.



Recuadro 5**PRECIOS RELATIVOS E INFLACIÓN EN LA ECONOMÍA PERUANA**

La inflación se define como el incremento generalizado y sostenido de los precios en la economía, la misma que resulta en una pérdida del poder adquisitivo del dinero. Sin embargo, a menudo los agentes confunden el concepto de inflación al asociarla a los precios que le son más relevantes. Por ejemplo, las familias suelen asociar la inflación al precio de los alimentos mientras que los empresarios al de sus insumos.

En la práctica la inflación no se manifiesta como incrementos generalizados y proporcionales de precios, sino como incrementos de precios a diferentes ritmos por tipo de bien o servicio. Esto es, los precios relativos en la economía evolucionan de acuerdo con distintas características. De acuerdo con ello, este Recuadro busca mostrar los principales hechos estilizados de los precios relativos de la economía peruana.

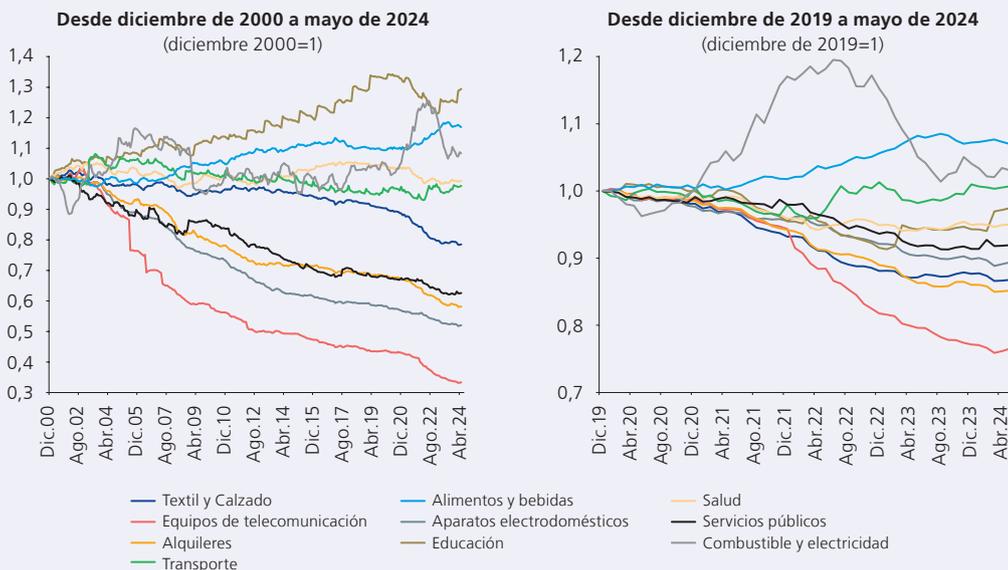
En el panel izquierdo del gráfico siguiente se muestran los índices de precios relativos de los diversos rubros de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana respecto al mismo IPC, donde las unidades se normalizaron a uno en diciembre de 2000. El IPC muestra el precio de todos los bienes y servicios comprados por un consumidor. La línea “Alimentos y Bebidas” representa los precios de alimentos perecibles, alimentos procesados, refrescos y comida fuera del hogar como ratio respecto a nivel del IPC. La línea “salud” indica el precio de diversos servicios médicos también como ratio respecto al IPC. Así, dado que el IPC representa el nivel general de precios, las líneas en el gráfico son los precios relativos. Valores de un precio relativo mayor (menor) a 1 indican que el precio del rubro correspondiente ha crecido a mayor (menor) velocidad que el valor de la canasta del IPC, esto es, 3,0 por ciento promedio anual entre los años 2001 y 2023.

Es importante destacar que la dinámica de precios varía entre los diferentes sectores. En un extremo, encontramos los sectores de educación, alimentos y energía, donde los precios se han incrementado a tasas de 3,9; 3,7 y 3,4 por ciento promedio anual en 2001-2023, respectivamente. En contraste, los precios de los equipos de telecomunicaciones han disminuido, con una tasa promedio anual negativa de -1,8 por ciento en 2021-2023. Entre estos dos extremos, hay sectores como Salud y Transporte que han experimentado un crecimiento en sus precios similar al del IPC.

En el panel derecho del gráfico siguiente se realiza el mismo ejercicio, pero con inicio y normalización en diciembre 2019. En este gráfico destaca la dinámica del gasto en energía y alimentos durante el reciente episodio inflacionario de 2021-2023¹⁹. Aunque el sector energético ha mostrado un crecimiento superior al del IPC desde 2002, este patrón ha sido más resaltante entre diciembre de 2020 y abril de 2023 en el contexto de la alta inflación. De manera similar, los componentes del gasto en alimentos experimentaron el mayor crecimiento en el periodo de enero de 2020 a mayo de 2024. Durante este mismo intervalo, el sector de transporte fue el único que creció al mismo ritmo que el IPC general. Los demás sectores, en cambio, mostraron un incremento a una tasa inferior a la inflación.

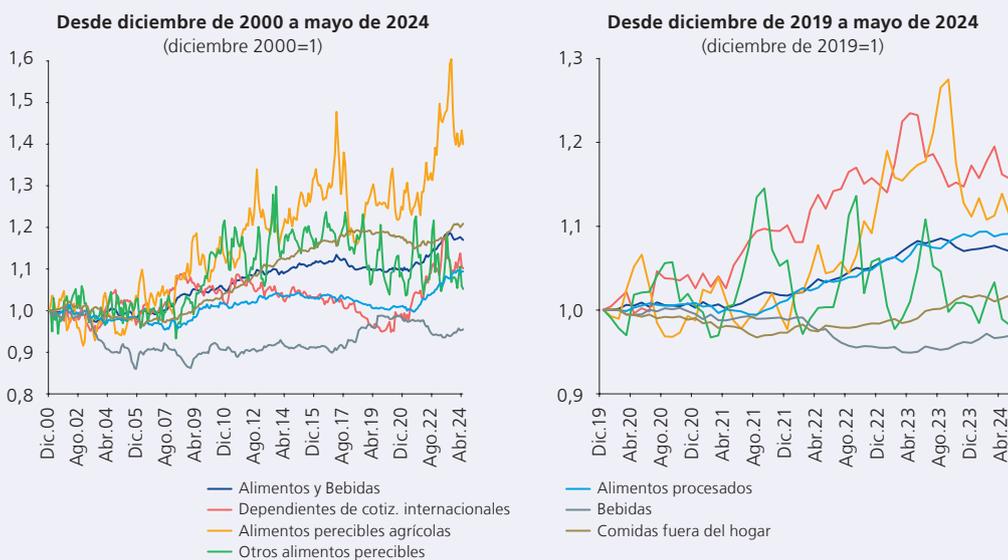
19 El Recuadro “La Respuesta de Política Monetaria Ante Choques de Oferta” del Reporte de Inflación de marzo 2022 (ver: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/marzo/ri-marzo-2022-recuadro-6.pdf>) y el Recuadro “La experiencia histórica internacional y peruana frente a choques Inflacionarios” del Reporte de Inflación de diciembre 2023 (ver: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2023/diciembre/report-de-inflacion-diciembre-2023-recuadro-5.pdf>) exponen la experiencia histórica peruana frente a choques a la inflación.

PRECIOS RELATIVOS RESPECTO AL ÍNDICE DE PRECIOS DEL CONSUMIDOR



Una mirada más cercana a los componentes del IPC de alimentos y bebidas, como se aprecia en el gráfico siguiente, revela que, entre 2001-2023, a excepción del precio de las bebidas, los precios de alimentos crecieron a un ritmo por encima de la inflación promedio, destacando los mayores incrementos de los precios de alimentos perecibles agrícolas y de comidas fuera del hogar. Sin embargo, en el periodo inflacionario 2021-2023, el incremento en los precios del rubro de comida fuera del hogar fue menos relevante, y en cambio preponderaron los mayores precios de alimentos dependientes de cotizaciones internacionales, como por ejemplo los fideos, azúcar, huevos y el pollo; los rubros de alimentos agrícolas, que fueron influenciados por factores climáticos y cotizaciones de fertilizantes; y el rubro de alimentos procesados.

PRECIOS RELATIVOS DE ALIMENTOS RESPECTO AL ÍNDICE DE PRECIOS DEL CONSUMIDOR



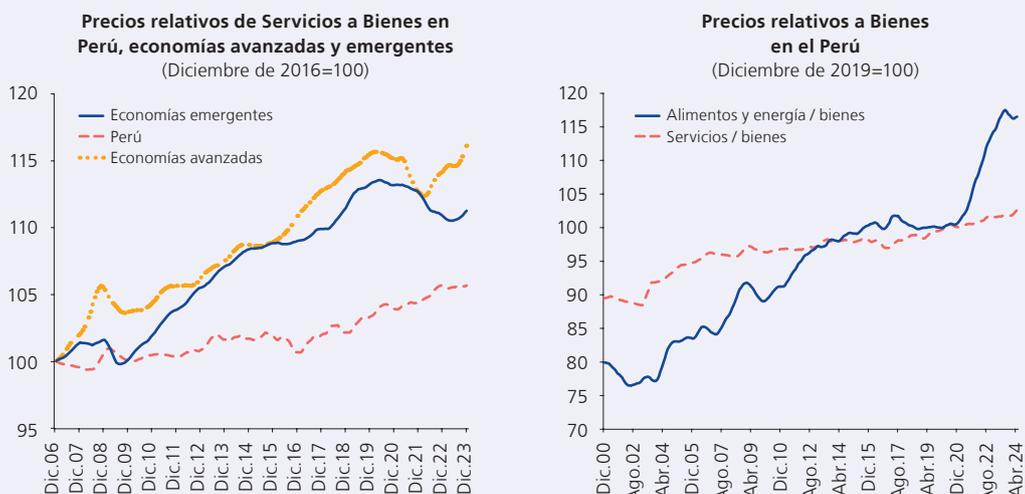
Estos gráficos evidencian la notable heterogeneidad en la dinámica de la inflación entre los distintos sectores. Los cambios en los precios relativos son indicativos de transformaciones profundas en la



estructura económica, ya que emergen en mercados específicos y reflejan las condiciones relativas de oferta y demanda. Por ejemplo, un incremento en el precio relativo de un bien sugiere que la demanda excede la oferta, lo cual motiva a los consumidores a buscar alternativas y a los productores a aumentar la producción de dicho bien. En este contexto, los precios relativos ofrecen información valiosa sobre la asignación de recursos en la producción de bienes y servicios en diversos mercados.

Por ejemplo, el gráfico subsiguiente ilustra la relación de precios relativos a bienes desde 2002. La tendencia ascendente en los precios relativos de servicios a bienes generalmente se atribuye a factores tecnológicos que han impactado la capacidad productiva relativa. La adopción creciente de tecnología e innovación en el sector de producción de bienes durante varias décadas se ha traducido en ganancias de productividad, reducción de costos marginales y, por ende, inflación más baja. En contraposición, el sector de servicios tiende a experimentar incrementos más lentos en productividad, lo que resulta en un precio relativo más alto en comparación con los bienes a lo largo del tiempo. Como se puede apreciar en el gráfico, esta tendencia creciente de precios relativos de servicios no solo se ha observado en Perú, sino también en todas las economías, tanto avanzadas como emergentes hasta 2021.

A nivel internacional, como documenta el Banco de Pagos Internacionales, se observa en economías avanzadas y emergentes una tendencia positiva más pronunciada en los precios relativos de servicios en el periodo prepandemia²⁰. Dicha tendencia fue interrumpida por la pandemia, y se observa que en el periodo 2021-2023 los precios de bienes crecieron de forma más acelerada y en algunos casos aún más que los de servicios. En particular, el precio relativo de servicios sobre bienes en economías emergentes se encuentra muy por debajo de su nivel prepandemia, mientras que para economías avanzadas ha recuperado parcialmente su nivel. Sin embargo, el comportamiento del precio relativo en Perú ha sido distinto al de otras economías. El ratio del precio de servicios a bienes se ha mantenido más estable y con menor pendiente, tendencia que en el periodo 2021-2023 es muy similar a la de prepandemia.



Nota: Los precios relativos se presentan como un promedio móvil a 6 meses. Los precios relativos Servicios / Bienes en economías avanzadas y economías emergentes provienen del *BIS Quarterly Review*, 04 marzo de 2024. Estos precios relativos se calculan como promedios ponderados, con pesos correspondientes al PBI a Paridad Poder de Compra, para 11 economías avanzadas y 12 economías emergentes (sin China).

20 Según se discute en el artículo de nombre "Dinámica de precios sectoriales en la última milla de la desinflación post-Covid-19" del *BIS Quarterly Review*, publicado el 04 de marzo de 2024 (ver https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403.pdf).

Por su parte, en el Perú, se observa el encarecimiento sistemático de alimentos y energía respecto a bienes, tendencia que se empujó abruptamente desde 2021. Este comportamiento sistemático está explicado por el mayor crecimiento de la economía mundial, desde 2004, en economías avanzadas y emergentes, que se reflejó en una mayor demanda por recursos y, por consiguiente, en aumentos en los precios de los *commodities* de energía y agrícolas internacionales.

El BCRP, a través de sus instrumentos de política monetaria puede influenciar la inflación, pero no los precios relativos. En el periodo de elevada inflación de 2021-2023, los problemas de oferta internacional en la producción de petróleo, fertilizantes y factores climáticos causaron que los precios relativos de alimentos y energía crecieran persistentemente a un ritmo más elevado que los demás precios en la economía. En este contexto, el control de la inflación fue más difícil para el banco central. En la medida que esos cambios de precios relativos influenciaron los demás sectores de la economía y las expectativas de inflación, la disyuntiva entre inflación y menor producto se acrecienta.²¹

En esta coyuntura, una acción de política monetaria más decidida es importante para mantener la estabilidad de precios. Así, en el escenario de estos choques de precios relativos persistentes entre 2021-2023, el BCRP revirtió la postura expansiva de política monetaria que adoptó durante la pandemia al pasar a una postura contractiva, incrementando la tasa de interés de referencia desde 0,25 por ciento antes de agosto 2021 hasta 7,75 por ciento en enero 2023.

Ahora bien, los choques que mantuvieron los precios relativos de alimentos y energía al alza se han venido revirtiendo. En el periodo 2021-2022 los precios del IPC alimentos y energía crecieron a una tasa promedio de 11,4 por ciento por año. En 2023 esta tasa de variación se redujo a 3,6 por ciento, y en entre diciembre de 2023 y mayo 2024 se ubicó en 1,2 por ciento. Como resultado, a mayo de 2024, junto a esta reversión de choques de oferta y a la acción oportuna del BCRP, tanto la inflación total como las expectativas de inflación se situaron en el rango meta de inflación.

Es relevante reconocer la dinámica de los precios relativos en la economía, dada su vinculación con la estructura productiva. Se debe destacar que el diseño de la política monetaria se enfoca en la inflación agregada y no en los precios relativos, salvo que estos contaminen a las expectativas de inflación. Esto se debe a que la tasa de interés de referencia es el instrumento utilizado para gestionar la inflación y es difícil anticipar y controlar el impacto diferenciado de la tasa de política sobre los diversos sectores productivos. La literatura concuerda en que mantener una inflación baja y estable es esencial para garantizar el ajuste de los precios relativos acorde a la dinámica estructural de la economía, minimizando así fricciones adicionales. Sin embargo, cuando cambios persistentes en precios relativos contaminan las expectativas de inflación, una acción decidida del banco central es necesaria para garantizar la estabilidad de precios. Este consenso es parte de la justificación de mantener esquemas de metas explícitas de inflación como las que implementa el BCRP desde 2002.

21 Ver Recuadro “La Respuesta de Política Monetaria ante Choques de Oferta” del Reporte de Inflación de marzo 2022 (ver: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/marzo/ri-marzo-2022-recuadro-6.pdf>)



Recuadro 6
ANÁLISIS DESAGREGADO DE LA INFLACIÓN:
CAMBIOS EN EL NIVEL, PERSISTENCIA Y VOLATILIDAD
A LO LARGO DEL TIEMPO²²

El alza de la inflación a nivel global es un fenómeno que se observó entre los años 2021 y 2023, lo que llevó a que se registren tasas de inflación, en especial en países avanzados, similares a las observadas hace más de 40 años. En el caso de Perú, la tasa de inflación alcanzó un máximo de 8,81 en junio de 2022, y posteriormente mostró una tendencia decreciente, la cual fue más marcada durante 2023. De hecho, no se ha registrado un episodio de inflación de dos dígitos desde enero de 1997, lo cual resulta bastante favorable para la estabilidad macroeconómica de nuestro país.

A pesar del incremento registrado entre 2021 y 2023, la dinámica de la inflación durante el periodo de metas explícitas (desde 2002) es muy diferente a la observada en la década de 1990, periodo en el que se registró una mayor volatilidad y persistencia, así como también una mayor amplificación y retroalimentación entre sectores. Si bien el episodio de alza reciente activó algunos de estos mecanismos y retroalimentaciones, la magnitud registrada es aún mucho menor a la observada entre los años 1991 y 2001²³. Por otro lado, la inclusión de nuevos componentes en la canasta de consumo desde 2009, y también al cierre de 2021, junto con el cambio de precios relativos por una mayor demanda en el sector de servicios respecto al de alimentos y bebidas, sugiere que este último episodio de 2021 en adelante debe analizarse de forma separada.

Para este fin se estudia dicha dinámica de la inflación de forma desagregada, utilizando los diferentes componentes del Índice de Precios al Consumidor. Específicamente, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana tiene más de 150 rubros con una ponderación específica, y esta es la información de base que tomaremos en cuenta para nuestro análisis, considerando las tasas de inflación interanuales para los episodios de 1992 a 2001, de 2002 a 2020, y de 2021 a 2024 (mayo). En particular, la dinámica de la inflación total trae consigo la interacción y retroalimentación entre sus diferentes rubros o sectores económicos, dado que pueden presentarse efectos estratégicos complementarios, los mismos que pueden gatillar una mayor amplificación, persistencia y volatilidad en la inflación agregada.

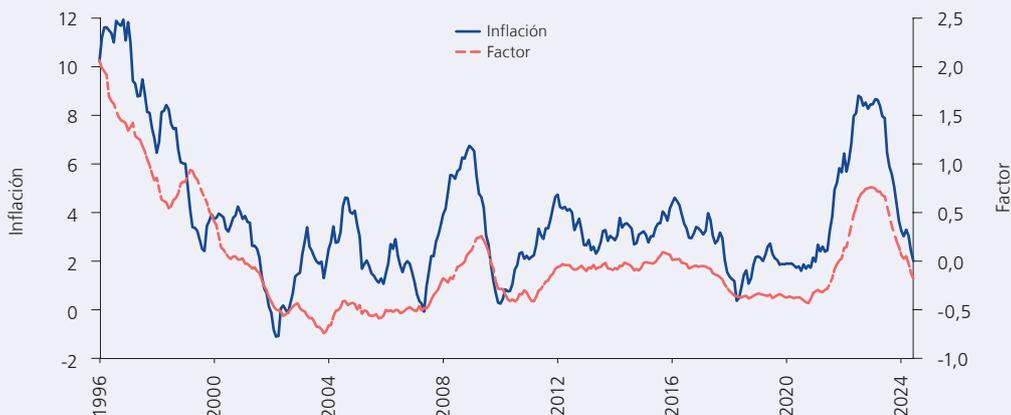
Un primer análisis de componentes principales nos permite encontrar el factor común o de nivel asociado al total de rubros del Índice de Precios al Consumidor. Si bien el mismo es una buena representación de la dinámica agregada, que puede hacer las veces de un factor tendencial, y que cuenta con una correlación de 93 por ciento, este solamente representa el 30 por ciento de la varianza total de la inflación. Es decir, en promedio existe un componente relevante de segundo y mayor orden, más allá del nivel que representa cada rubro del IPC de forma individual, y esto merece un análisis mucho más profundo y detallado.

22 Este Recuadro está basado en capítulo II del Bank for International Settlements (BIS) Annual Economic Report (2022) titulado "Inflation: a look under the hood".

23 Ver también Armas, A; Grippa, F.; Quispe, Z. y Valdivia, Luis. "De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: el caso peruano". Revista Estudios Económicos, Banco Central de Reserva del Perú, N°7.

INFLACIÓN INTERANUAL Y FACTOR DE NIVEL ESTIMADO

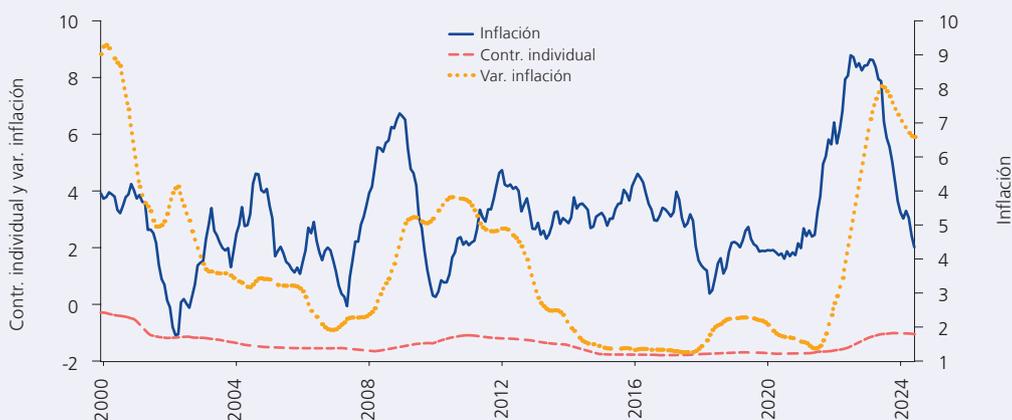
(En porcentaje)



Procedemos entonces a analizar la varianza o volatilidad de la inflación. Esta es explicada tanto por la variabilidad de cada rubro (individual), teniendo en cuenta su ponderación, más las covarianzas existentes entre cada uno de los mismos²⁴. Así, se encuentra que, a mayor inflación mayor será la correlación o sincronización, e incluso amplificación, entre estos componentes. Esto es, a medida que la inflación es más alta se reduce la contribución a la volatilidad de los componentes individuales. Ello es consistente con la menor contribución relativa del componente individual a partir de 2021 y hasta mediados de 2022 luego de iniciarse el aumento de la inflación a nivel global, para posteriormente reducirse durante 2023. Sin embargo, este incremento en la contribución de las covarianzas no supera lo registrado a inicios de la década de 2000.

INFLACIÓN INTERANUAL, VARIANZA DE LA INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INDIVIDUAL

(En porcentaje)



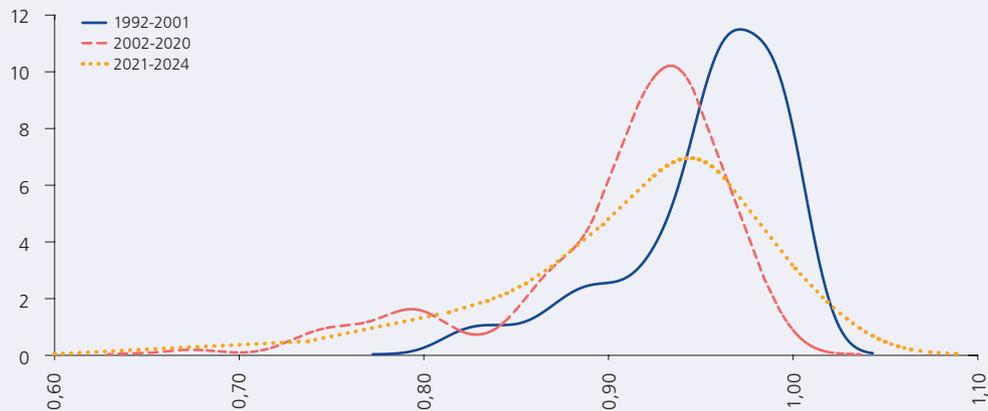
24 Definimos la varianza total de la inflación como $Var(\pi_t) = \sum_{i=1}^N w_i^2 Var(\pi_{i,t}) + A$, donde el primer término captura el efecto de las varianzas individuales ponderadas por el peso que tienen en el IPC, y A corresponde al efecto de las covarianzas entre rubros.



En segundo lugar, exploramos la persistencia de las tasas de inflación en los diferentes rubros que componen el IPC. Para ello, seguimos a Dias y Marques (2010)²⁵ y construimos el indicador de persistencia para los episodios anteriormente señalados²⁶. Así, se encuentra una menor persistencia para el episodio 2002-2020 en los más de 150 rubros, donde vale la pena destacar que se reduce significativamente la probabilidad de encontrarse en la región inestable, es decir, con persistencia igual o mayor que 1. Si bien se observa un ligero aumento en el valor modal de la persistencia en el periodo 2021-2024 (y también en la dispersión entre rubros), este no llega a alcanzar los niveles vistos en los años noventa. Este resultado es un claro reflejo del efecto de la adopción del esquema de metas de inflación, registrando en promedio una reducción de la persistencia de la inflación a nivel individual, y donde en particular el anclaje de expectativas juega un rol clave.

PERSISTENCIA DE LOS RUBROS DE LA INFLACIÓN: DIAS Y MARQUES (2010)

(Histograma del indicador de persistencia)



A la luz del análisis realizado, es importante destacar que se identifican tres episodios en donde la dinámica de la inflación es diferente: i) episodio de desinflación (1992-2001), ii) episodio de metas de inflación pre-2021 (2002-2020) y iii) episodio de mayor inflación a nivel global (2021-2024). No obstante, el cambio entre los episodios 2002-2020 y 2021-2024 es leve si este se compara respecto a lo registrado en 1992-2001.

A manera de conclusión, los cambios en nivel, volatilidad y persistencia nos hacen notar de forma explícita los beneficios de contar con una inflación baja y estable. El análisis desagregado de la inflación nos permite tener mayor luz sobre el cambio en el proceso generador de datos de la inflación, y nos brinda un mejor entendimiento de la dinámica de esta a nivel agregado. Este mismo análisis resalta el cambio estructural asociado a la adopción del esquema de inflación.

25 Dias, Daniel A. and Marques, Carlos Robalo (2010): "Using Mean Reversion as a Measure of Persistence" *Economic Modelling*, Volume 27, Issue 1, January 2010, Pages 262-273.

26 La persistencia se calcula con el indicador $\gamma = P\{[(y_t - \mu) > 0 \cap (y_{t-1} - \mu) > 0] \cup [(y_t - \mu) < 0 \cap (y_{t-1} - \mu) < 0]\}$, donde μ es la media estimada de un modelo AR(1). De esta manera, la persistencia estimada es el porcentaje de frecuencias en el que $\gamma = 1$ a lo largo de la muestra de T observaciones.

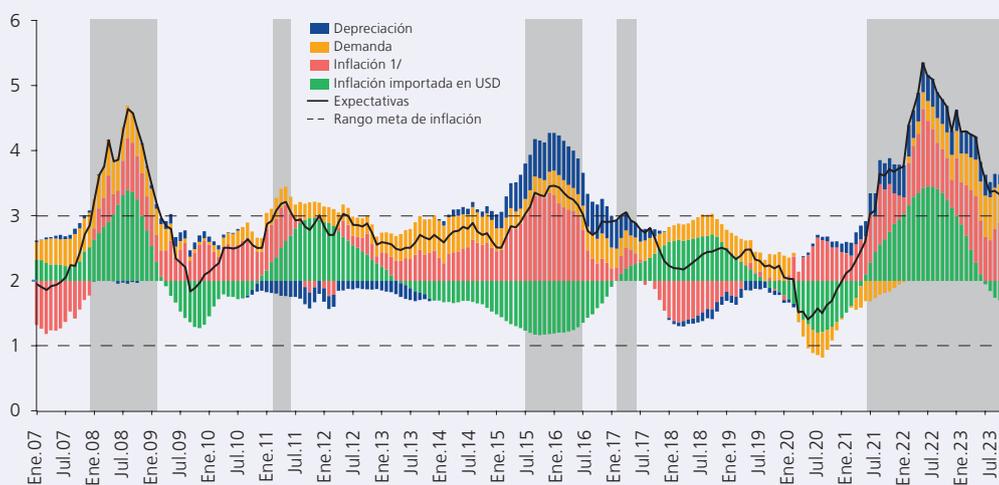
Recuadro 7 DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En diciembre de 2023 las expectativas de inflación se situaron dentro del rango meta de inflación después de permanecer fuera de él durante 29 meses. Este evento representa el episodio inflacionario más prolongado experimentado por la economía peruana desde que el BCRP adoptó el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI)²⁷. Este episodio se relaciona con diversos choques de oferta persistentes que se materializaron desde finales de 2021²⁸. Como consecuencia del notable impacto de estos choques sobre las expectativas de inflación, en este Recuadro se estudia la participación de diversos choques macroeconómicos en la formación de expectativas.

Desde que se adoptó el MEI en 2002 se han registrado cinco episodios inflacionarios. Para evaluar la determinación de las expectativas inflacionarias en dichos episodios, se descompone la dinámica de las expectativas entre sus determinantes: demanda, inflación, inflación importada en dólares y depreciación nominal²⁹. Para ello se estima un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesiano Estructural con el que se calcula la contribución histórica de cada uno de estos determinantes.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, 2007-2023

(En var. % interanual y contribución porcentual)



1/ Choques a la inflación son todos los componentes que afectan a la inflación independientes de la demanda, la inflación importada en USD y la depreciación nominal. Un componente importante adicional a estos son las condiciones de la oferta agregada doméstica.

Nota: las zonas sombreadas en gris hacen referencia a los episodios inflacionarios (periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta de inflación).

La identificación de los choques estructurales del modelo se nutre de dos supuestos: Primero, se considera a la dinámica de la inflación importada en dólares como independiente de las demás variables³⁰. Segundo,

- 27 Se definen como episodios inflacionarios a los periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta de inflación. En un Recuadro de la Memoria Anual 2023 se hace un recuento de dichos episodios.
- 28 A finales de 2021 se observó una desincronización entre la recuperación de la oferta y la demanda al flexibilizarse las medidas de contención de la pandemia, producto de la debilitación de las cadenas de suministros. Posteriormente, el conflicto entre Rusia y Ucrania incrementó la cotización internacional de la energía y de los granos. Luego, en 2023, la economía peruana experimentó mayores costos asociados al Fenómeno El Niño Costero y a la conflictividad social.
- 29 La demanda se mide con la brecha del producto utilizada en el Modelo de Proyección Trimestral. Asimismo, la inflación incluye por separado a la inflación SAE y AE.
- 30 Esto implica que las variables domésticas no tienen impacto sobre la evolución de esta variable. Lo que, a su vez, hace referencia a que dicha variable es principalmente determinada por la variación de las cotizaciones internacionales de *commodities*.





se asume una causalidad recursiva en la que la variable más endógena son las expectativas de inflación. Así, el resto de las variables incluidas en el modelo tienen un impacto contemporáneo sobre las expectativas.

Los resultados de la descomposición histórica se pueden observar en el gráfico anterior. En general, vemos que los choques a la inflación explican la mayor parte de la variabilidad en sus expectativas. Esto se puede interpretar como una mayor contribución de choques de oferta domésticos, por ejemplo, el Fenómeno El Niño que produce cambios persistentes en los precios de alimentos seleccionados. De manera similar, se observa que la inflación importada en dólares es también un determinante importante de las desviaciones de las expectativas de inflación. Estos choques se pueden interpretar como los efectos de eventos inflacionarios externos que impactan en la economía peruana.

CONTRIBUCIÓN A LOS DESVÍOS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN EPISODIOS INFLACIONARIOS

(Contribución porcentual)

Episodios	Duración (meses)	Inflación importada en USD	Inflación 1/ Demanda	Depreciación nominal	Desvío de expectativas respecto de 2 por ciento
Ene-08-Feb-09	14	0,94	0,50	0,47	1,92
Mar-11-May-11	3	0,49	0,59	0,30	-0,22
Ago-15-Jun-16	11	-0,80	1,20	0,34	0,58
Mar-17-Abr-17	2	0,15	0,29	0,27	0,31
Jul-21-Nov-23	29	0,72	0,74	0,26	0,36
Dentro del rango meta	192	0,11	0,16	0,18	0,02

1/ Choques a la inflación son todos los componentes que afectan a la inflación independientes de la demanda, la inflación importada en USD y la depreciación nominal. Un componente importante adicional a estos son las condiciones de la oferta agregada doméstica.

Los dos episodios inflacionarios más prolongados corresponden al último y al previo al de la crisis financiera. En ambos episodios, la contribución de la inflación importada en dólares y de la inflación doméstica fueron los más relevantes. Esto es consistente con la importante volatilidad de origen externo experimentada en ambos episodios, que se interpretan como choques de oferta externos persistentes.

En el último episodio inflacionario, la contribución de los choques a la inflación es marginalmente mayor que la inflación importada al explicar las desviaciones de las expectativas de inflación. Esto es consistente con los choques de oferta domésticos asociados al Fenómeno El Niño y a las interrupciones en la cadena de suministros debido a las protestas que ocurrieron durante este periodo. Estos choques han sido mayores en efecto que los choques de oferta domésticos presentes durante 2008.

Asimismo, la persistencia de los choques en este último episodio inflacionario ha sido mayor que durante la crisis financiera. El país siempre ha estado sujeto al Fenómeno El Niño e inestabilidad interna que puede llegar a interrumpir la cadena de suministros con el consiguiente impacto en los precios finales. Sin embargo, en el caso más reciente, la intensidad de ambos tipos de choques ha sido mayor y se ha extendido por una mayor cantidad de tiempo. Esta contribución ha sido más relevante incluso si se considera que las presiones positivas de demanda sobre la inflación eran mucho mayores durante 2008, mientras que la brecha del producto ha tenido un impacto negativo en el episodio reciente. Finalmente, los choques de demanda y la depreciación nominal del sol contribuyeron positivamente a mayores expectativas de los agentes económicos en ambos episodios.

Mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta es central para cumplir con el mandato constitucional del BCRP de mantener la estabilidad monetaria. De acuerdo con ello, es imperativo entender el mecanismo de formación de expectativas y cómo dichas expectativas se vinculan con los diversos choques que afectan regularmente a la economía. Así, se pueden proponer respuestas de política monetaria apropiadas y oportunas de acuerdo con las características del choque experimentado.