

Recuadro 7 FLUJOS DE CAPITALES EN EPISODIOS DE *BOOMS DE COMMODITIES*

En este Recuadro se caracteriza la evolución de los flujos de capitales hacia la economía peruana durante episodios de *Booms de commodities*, y se documenta la reacción de las condiciones financieras y de variables macroeconómicas relevantes. Para ello, en primer lugar, se identifican episodios de *booms* del ciclo de *commodities* usando una regla estadística sobre el precio de *commodities*. Posteriormente, se documenta la reacción de las variables domésticas mediante un enfoque de estudio de eventos.

La evidencia empírica sugiere que los *booms de commodities* se asocian con mayores entradas netas de capital, un relajamiento de las condiciones financieras, una apreciación de la moneda local respecto al dólar estadounidense, y una expansión del crédito al sector privado y de la liquidez. En el plano real, este entorno coincide con un mayor dinamismo de la actividad económica, reflejado en un crecimiento más alto del PBI y un desempeño particularmente favorable de la inversión privada.

En una economía especializada en la exportación de materias primas – tales como bienes agrícolas y metálicos – los precios internacionales de *commodities* constituyen un determinante de las condiciones macroeconómicas y financieras (Céspedes y Velasco, 2012³⁸; Drechsel y Tenreyro, 2018³⁹). El valor de las materias primas, entre distintos canales de transmisión, influye a través de su incidencia en el comportamiento de los flujos de capitales que recibe el país. Es decir, un incremento del valor de las materias primas incentiva la reasignación de portafolios globales hacia economías intensivas en la exportación de *commodities*, en busca de aprovechar la mayor rentabilidad esperada de los proyectos de inversión domésticos y de la producción local.

Así, la abundancia de liquidez externa suele canalizarse hacia los mercados financieros domésticos, reduciendo las primas de riesgo y apreciando los activos locales (Gabaix y Maggiori, 2015⁴⁰). Estas dinámicas se intensifican en economías con dolarización financiera parcial, como el Perú, donde los descalces de moneda en los balances de las empresas y los hogares refuerzan los mecanismos de amplificación financiera, así como su incidencia en el comportamiento de las variables macroeconómicas (Castillo y otros, 2024⁴¹). En un contexto de *boom de commodities*, una apreciación cambiaria reduce temporalmente el valor en moneda local de los pasivos en dólares y mejora los balances de los agentes económicos, lo que expande el crédito y la demanda interna.

Commodities y Flujos de Capitales

Entre los determinantes tradicionales de los flujos de capitales, se suele resaltar el rol de los **factores de empuje (*push factors*)**, es decir, aquellos asociados a condiciones globales. Entre estos factores, el sentimiento de riesgo global y las tasas de interés internacionales son típicamente enfatizadas como causas principales de los movimientos de capitales entre mercados desarrollados y emergentes (Juvenal y Petrella, 2024⁴²). Sin embargo, tras el estallido de la crisis financiera global, la evidencia resalta que la importancia de estos fue sustituida por factores alternativos, como el precio de los *commodities* (Forbes y Warnock, 2021⁴³).

38 Céspedes, L. F., & Velasco, A. (2012). *Macroeconomic performance during commodity price booms and busts* (NBER Working Paper No. 18569). National Bureau of Economic Research.

39 Drechsel, T. & Tenreyro, S. (2018). Commodity booms and busts in emerging economies. *Journal of International Economics*, 112, 200-218.

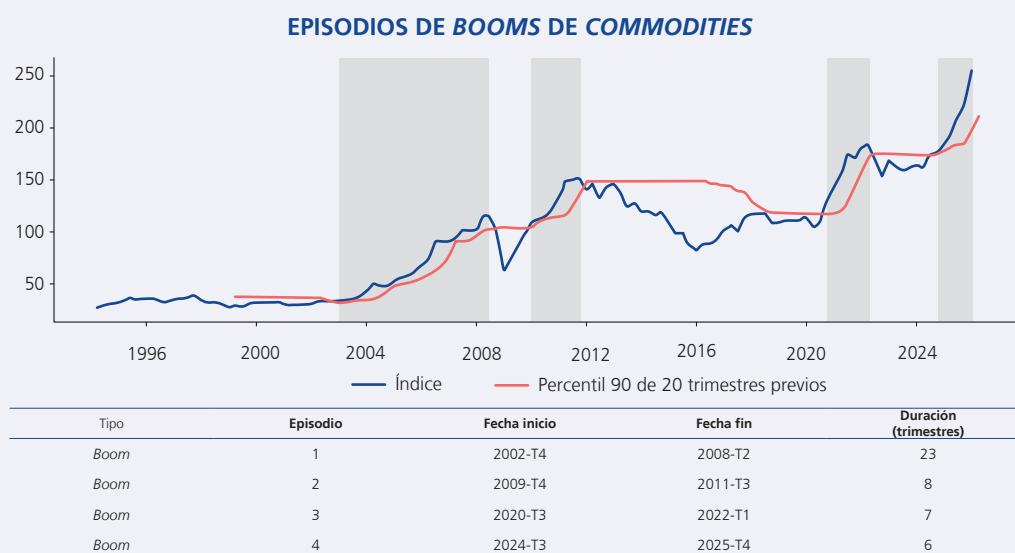
40 Gabaix, X. & Maggiori, M. (2015). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 130(3), 1369-1420.

41 Castillo, Paul., Lama, Ruy, and Medina, Juan Pablo (2024). *Escaping the financial dollarization trap: The role of foreign exchange intervention* (IMF Working Paper No. 127). International Monetary Fund.

42 Juvenal, L. & Petrella, I. (2024). Unveiling the dance of commodity prices and the global financial cycle. *Journal of International Economics*, 150.

43 Forbes, K. & Warnock, F. (2021). Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis. *Journal of International Money and Finance*, 116.

En este contexto, el Recuadro caracteriza la evolución de los flujos de capitales de Perú durante episodios de auge del precio de *commodities*. Para ello, un *boom* se define como un episodio en el que el crecimiento logarítmico interanual del índice de precios de exportaciones tradicionales, utilizado como *proxy* del precio internacional de *commodities* relevante para Perú, supera el percentil 90 de su distribución, calculada sobre ventanas móviles de cinco años, durante un período continuo no menor a seis trimestres. Con base en esta regla estadística, el Recuadro identifica cuatro periodos de auge en los precios de *commodities*, detallados en la siguiente figura:



Considerando el período 1994–2025, la evidencia indica que los episodios de *booms* de *commodities* son poco frecuentes, y coinciden con fases bien definidas del ciclo económico y financiero global. En casi tres décadas de datos, se identifican únicamente cuatro episodios que cumplen los criterios de intensidad y persistencia, lo que sugiere que los movimientos más pronunciados de los precios de *commodities* responden a cambios estructurales del entorno internacional.

El primer episodio, que se extiende desde el cuarto trimestre de 2002 hasta el segundo trimestre de 2008, corresponde a un período de expansión sostenida de la demanda global, impulsada principalmente por el rápido crecimiento de economías emergentes, en particular China, y por condiciones financieras internacionales ampliamente favorables. Este episodio constituye el auge más prolongado de la muestra, con una duración de 23 trimestres, y refleja una fase de fortalecimiento persistente de los términos de intercambio de la economía peruana.

Un segundo episodio de menor duración se identifica entre el cuarto trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2011, asociado a la recuperación de la actividad global posterior a la crisis financiera internacional, en un contexto de políticas monetarias altamente expansivas en las economías avanzadas. Aunque más acotado en el tiempo, este auge comparte características similares en términos de dinamismo de los precios de exportación y condiciones financieras externas favorables.

El tercer episodio, comprendido entre el tercer trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2022, coincide con la rápida recuperación de la economía mundial tras la pandemia, así como con disrupciones en las cadenas globales de suministro y restricciones de oferta en diversos mercados de *commodities*. Este período se caracteriza por un repunte significativo y generalizado de los precios internacionales, en un entorno de elevada liquidez global y tasas de interés históricamente bajas.

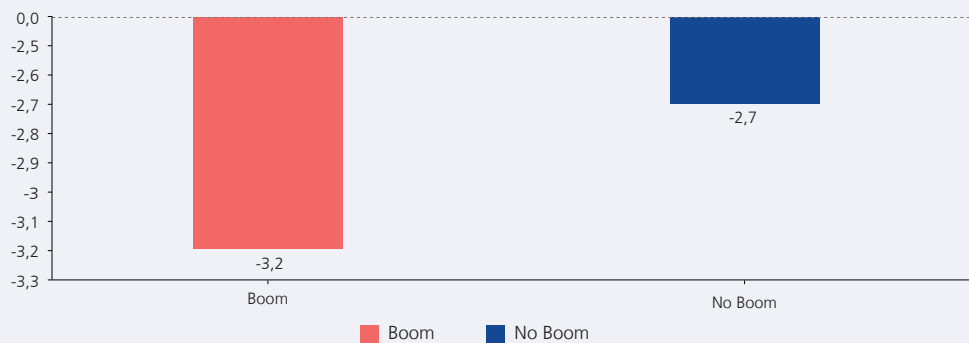
Finalmente, se identifica un cuarto episodio de *boom* a partir del tercer trimestre de 2024, que se extiende hasta el final del período de análisis. Este episodio se desarrolla en un contexto de reconfiguración de la demanda global de metales, vinculada a la transición energética y a expectativas de oferta más restrictivas, y sugiere la persistencia de presiones alcistas sobre los precios de exportación tradicionales relevantes para el Perú.



La balanza de pagos de la economía peruana muestra un patrón consistente con un mayor flujo de entrada de capitales durante los episodios de *boom* de *commodities*. En particular, durante los booms, la cuenta financiera del sector privado de la balanza de pagos registra mayores flujos netos en comparación con su comportamiento en ausencia de auges en el precio de los *commodities*. Esto sugiere un mayor apetito de los inversionistas externos, asociado a las mejores perspectivas de términos de intercambio, mayor rentabilidad esperada y menor percepción de riesgo macroeconómico. Así, se evidencia un comportamiento coherente con una dinámica procíclica de los flujos de capital, en la que los auges de precios de *commodities* amplifican la disponibilidad de financiamiento externo.

COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITALES DURANTE LOS EPISODIOS IDENTIFICADOS

(Porcentaje del PBI)



* El análisis comprende el periodo entre el primer trimestre de 2010 y el último trimestre de 2025, horizonte para el que se dispone de información de la cuenta financiera del sector privado.

** La información utilizada para el análisis se encuentra en frecuencia trimestral.

*** El gráfico muestra la mediana de la Cuenta Financiera del Sector Privado (como porcentaje del PBI) en episodios de *booms*, identificados según la metodología descrita en el Recuadro, y en ausencia de *booms* de *commodities*.

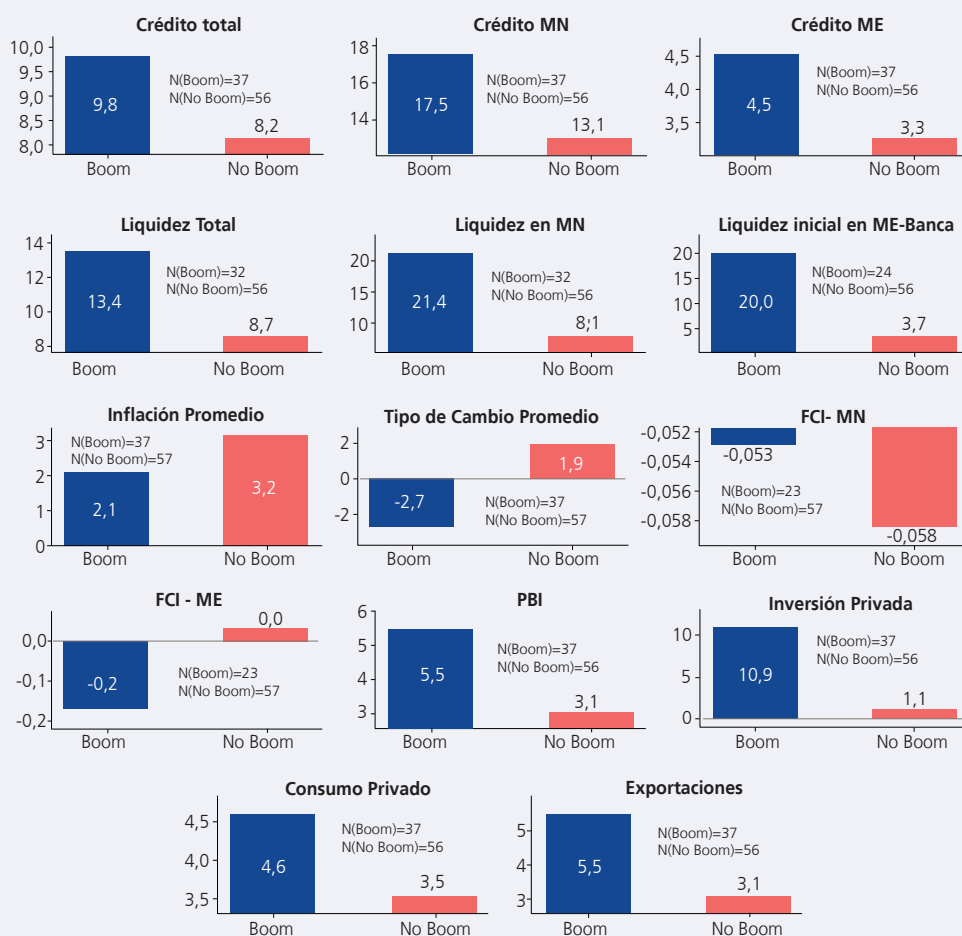
**** Para efectos del análisis, la Cuenta Financiera del Sector Privado se define como porcentaje del PBI.

Condiciones financieras y macroeconómicas durante episodios de booms de *commodities*

A continuación, el Recuadro documenta la evolución de las principales variables financieras y macroeconómicas de la economía peruana durante los episodios identificados. Para caracterizar su evolución, se calcula la mediana de cada variable durante los episodios de *booms* identificados, y se compara con la mediana exhibida durante episodios normales (aquellos para los que no se identifica un auge significativo en el precio de *commodities*). Con la finalidad de capturar la dinámica representativa de los episodios de *boom* de *commodities*, se excluye el tercer episodio identificado (2020T3 – 2022T1). En dicho periodo, la economía peruana estuvo expuesta a diversos choques, como la pandemia y la elevada incertidumbre política interna, que pudieron predominar sobre los canales usuales de transmisión asociados a un *boom* de *commodities*.

El análisis sugiere que durante los episodios de *boom* de *commodities*, la economía exhibe una expansión simultánea de las condiciones financieras y de la actividad real. En el frente financiero, el crecimiento interanual del crédito alcanza niveles superiores durante los *booms* (9,8 por ciento) frente a episodios normales (8,2 por ciento), lo que sugiere un mayor apalancamiento del sector privado y una oferta crediticia más laxa. De manera consistente, el crecimiento interanual de la liquidez total también tiende a ser mayor en los *booms* (13,4 por ciento) en comparación con el resto de los periodos (8,7 por ciento), reflejando tanto mayores flujos de capital como mejores condiciones de fondeo doméstico. Este patrón se replica en la liquidez inicial en moneda extranjera del sistema bancario, que durante los booms tiende a crecer en niveles de hasta 20 por ciento interanual, relativo a un crecimiento promedio de 3,7 por ciento en ausencia de *booms*, lo que evidencia una mayor disponibilidad de divisas en el sistema financiero durante los auges de precios de *commodities*.

CONDICIONES FINANCIERAS Y MACROECONÓMICAS DURANTE BOOMS DE COMMODITIES



* El análisis comprende el periodo entre el primer trimestre de 1994 y el último trimestre de 2025. Según la disponibilidad de información, el análisis de las siguientes variables utiliza horizontes de tiempo más acotados: Liquidez inicial en moneda extranjera de las empresas bancarias (2006T1-2025T4), y los Índices de Condiciones Financieras en moneda nacional y moneda extranjera (2006T2 – 2025T4).

** La información utilizada para el análisis se encuentra en frecuencia trimestral.

*** El gráfico muestra la mediana de cada variable en episodios de booms, identificados según la metodología descrita en el Recuadro, y en ausencia de booms de commodities. Para el cálculo de la mediana durante booms, se excluye del análisis el periodo identificado entre los años 2020 y 2022.

**** Las variables de Crédito (crédito total, crédito en moneda nacional y crédito en moneda extranjera), Liquidez (liquidez total, liquidez en moneda nacional y liquidez en moneda extranjera), Actividad (PBI, inversión privada, consumo privado y exportaciones) y Tipo de Cambio se definen en tasas de crecimiento logarítmico interanuales. Por otro lado, los Índices de Condiciones Financieras (MN y ME) se definen como diferencias interanuales y la inflación promedio se define en niveles (promedio trimestral).

***** Un valor positivo del Índice de Condiciones Financieras refleja un endurecimiento de las condiciones financieras respecto a su nivel neutral, mientras que un valor negativo refleja condiciones más flexibles.

***** En medias, las diferencias entre episodios de booms y en ausencia de booms son estadísticamente significativas al menos al 90 por ciento de confianza para todas las variables, excepto Crédito Total, Crédito en ME, Liquidez inicial en ME de la Banca y el Índice de Condiciones Financieras en MN, según la prueba t de Welch. En medianas, la prueba de Mood identifica diferencias significativas al menos al 90 por ciento de confianza en Liquidez Total, Liquidez en MN, Inflación promedio, Tipo de cambio promedio, el Índice de Condiciones Financieras en ME, PBI e Inversión privada. Dado el reducido número de observaciones en los episodios de booms, las pruebas estadísticas se reportan únicamente con fines referenciales.

Estas dinámicas financieras se acompañan de un entorno externo y monetario más favorable. Durante los booms, el tipo de cambio tiende a apreciarse hasta un nivel de 2,7 por ciento, en contraste con una depreciación mediana de 1,9 por ciento durante el resto de los periodos. En línea con ello, el índice de condiciones financieras (FCI) en moneda extranjera tiende a mostrar condiciones más holgadas durante booms (-0,2), relativo a periodos en ausencia de ciclos alcistas en el precio de los commodities (0), señalando una flexibilización financiera en moneda extranjera, consistente con un mayor flujo de ingreso de capitales hacia la economía.

En el plano macroeconómico, los contrastes son igualmente marcados. El crecimiento del PBI durante los episodios de boom identificados ha tendido a ser elevado, con una tasa promedio de 5,5 por ciento. En ausencia de booms, el crecimiento de la actividad tiende a ser menor (3,1 por ciento). Esta divergencia se explica por el comportamiento de la demanda interna: la inversión privada muestra una expansión significativa durante periodos de boom (tasa de crecimiento cercana de 10,9 por ciento), mientras que su crecimiento en periodos normales es significativamente menor (1,1 por ciento),





reflejando la alta sensibilidad de las decisiones de inversión al ciclo de precios de *commodities* y a las condiciones financieras. El comportamiento del consumo privado es similar, aunque menos volátil, con un crecimiento mediano de aproximadamente 4,6 por ciento durante los booms, y de aproximadamente 3,5 por ciento en su ausencia, en línea con un suavizamiento del consumo privado durante las fases del ciclo económico.

Finalmente, el sector externo refuerza esta narrativa: las exportaciones crecen con fuerza durante los booms (5,5 por ciento), impulsadas por precios internacionales favorables y mayores volúmenes, mientras que en los episodios regulares su crecimiento tiende a ser menor (3,1 por ciento).

Conclusión

En el periodo entre los años 1994 y 2025, los episodios identificados del ciclo de *commodities* son relevantes en términos macro-financieros. La evidencia del estudio de eventos indica que, durante los booms, la economía peruana experimenta mayores entradas netas de capital y condiciones financieras más holgadas, coherentes con una expansión del crédito y la liquidez, así como un tipo de cambio relativamente más estable, lo que se traduce en un mejor desempeño de la actividad y de la demanda interna—en particular de la inversión privada.

Desde una perspectiva de política, estos patrones son consistentes con un mecanismo de amplificación macro-financiera: los auges relajan restricciones de financiamiento y potencian la expansión. En consecuencia, resulta clave reforzar marcos contracíclicos —acumulación de buffers en fases favorables, gestión prudencial de riesgos de liquidez y cambiarios, y herramientas macroprudenciales que atenúen la expansión excesiva del crédito— para reducir la prociclicidad de los flujos de capital y suavizar el impacto de shocks externos sobre el sistema financiero y el sector real de la economía. Esto, además, permite se garantice el normal funcionamiento de la política monetaria del BCRP.