



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2022

Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2022-2023

DIRECTOR

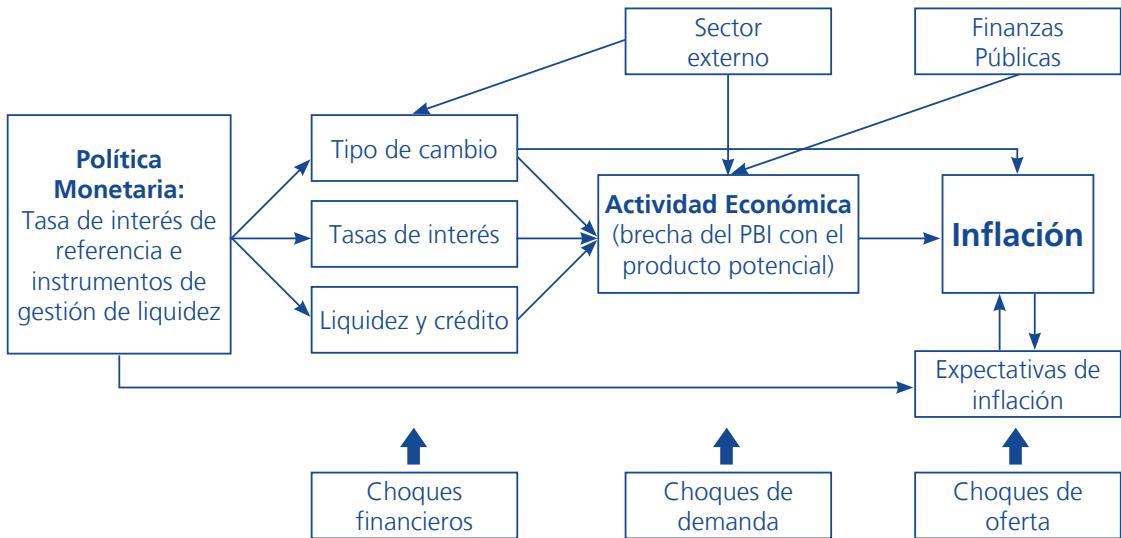


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
100 AÑOS | 1922 - 2022

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2022-2023

Junio 2022



REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2022-2023

Junio 2022

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Perspectivas de la economía global	22
- Mercados financieros internacionales	24
- Precios de los <i>commodities</i>	27
II. Balanza de pagos	38
- Cuenta corriente.....	38
- Términos de intercambio.....	42
- Financiamiento externo.....	44
III. Actividad económica	48
- PBI sectorial	48
- PBI gasto.....	55
IV. Finanzas públicas.....	76
- Ingresos corrientes.....	78
- Gastos no financieros.....	80
- Postura fiscal.....	81
- Financiamiento y deuda	82
V. Política monetaria y condiciones financieras	90
- Acciones de política monetaria.....	90
- Mercado cambiario	107
- Liquidez	114
- Crédito al sector privado	117
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	124
- Evolución reciente de la inflación	124
- Proyecciones	128
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	131

Recuadros

1. El rol de la competitividad para atraer inversión privada y generar empleo formal.....	70
2. Impacto en precios de la reducción temporal de impuestos a algunos productos.....	86
3. Efecto traspaso de la tasa de interés de referencia a las tasas del sistema financiero.....	122
4. Veinte años de publicación de los Reportes de Inflación.....	133
5. Impacto de los precios de los alimentos y combustibles en el bienestar de los hogares peruanos.....	142
6. Inflación global y factores idiosincráticos en Latinoamérica	146
7. Evolución reciente del abastecimiento y los precios de fertilizantes	149

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

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación (un rango entre 1 y 3 por ciento) busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde 2003, el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de 2020 se modificó la tasa de referencia fuera de este calendario, ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos, y por distintos canales, a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones 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 2022-2023, 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 9 de junio de 2022.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 16 de setiembre de 2022.



Resumen

- i. Los riesgos reseñados en el Reporte de marzo, relacionados con los mayores precios de la energía y alimentos y las dificultades en las cadenas de suministros, se han materializado debido a la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania y los estrictos confinamientos en China. Se espera que estos eventos impliquen un menor **crecimiento mundial**, particularmente en el segundo trimestre, así como una mayor **inflación global**, lo que puede llevar a mayores alzas en las tasas de interés de política monetaria. De esta manera, se prevé una tasa de crecimiento mundial de 3,0 por ciento para 2022 y 2023 (antes, 3,8 por ciento y 3,2 por ciento, respectivamente).
- ii. Los **términos de intercambio** se mantienen elevados, pero disminuyeron 1,5 por ciento interanual en el primer trimestre de 2022 debido a la mayor alza de los precios de importación —principalmente de petróleo, insumos industriales y alimentos— respecto al aumento de los precios de exportación. Estos eventos respondieron a la contracción en la oferta de algunos *commodities* y el aumento de la incertidumbre proveniente del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Respecto al anterior Reporte, se proyecta una mayor contracción de los términos de intercambio en 2022, de -1,4 a -6,3 por ciento, debido a la persistencia alcista de las cotizaciones de combustibles y alimentos, superior al incremento de los precios de exportación. Hacia 2023 se prevé una corrección parcial a la baja de los precios promedio de exportación e importación, una vez disipados los choques relativos a las cadenas de suministro y los eventos geopolíticos.

- iii. El resultado de la **cuenta corriente** acumulada en los últimos cuatro trimestres pasó de un déficit de 2,3 por ciento del PBI en 2021 a uno de 3,0 por ciento al primer trimestre de 2022. La evolución respondió al aumento de las importaciones, mayores utilidades de empresas con inversión directa extranjera (IDE) en el país y al alto déficit de la cuenta de servicios (bajas exportaciones de turismo y altos fletes de importación). Se espera que estos factores conlleven un déficit en cuenta corriente equivalente a 3,4 por ciento del PBI en 2022. Para 2023 se prevé una reducción del déficit a 1,1 por ciento del producto, tras la corrección en los precios de los fletes y de los precios de importación, con lo cual se mantiene una posición de balanza de pagos sólida.
- iv. La **actividad económica** del primer trimestre de 2022 registró una tasa de crecimiento interanual de 3,8 por ciento. Esta evolución se debe a una baja base comparativa, debido a la cuarentena de febrero de 2021, y a la flexibilización de las medidas sanitarias tras el avance del proceso de vacunación local y global. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la contracción de la inversión pública, la menor producción minera y la desaceleración de la inversión privada debido a los bajos niveles de confianza empresarial.

Se espera que la economía crezca 3,1 por ciento en 2022 y 3,2 por ciento en 2023, lo cual implica una revisión a la baja para 2022 respecto al Reporte previo (3,4 por ciento). La revisión responde a la menor producción de los sectores primarios, especialmente de minería (por la paralización de las operaciones de Las Bambas y Southern) y agricultura (por el impacto del alza del precio de los fertilizantes sobre la producción). Por el lado del gasto, se espera que lo anterior se traduzca en un menor crecimiento del volumen de





exportaciones. Asimismo, se revisa a la baja la tasa de expansión de la inversión pública, dada la menor ejecución observada en lo que va del año.

La proyección para el resto del horizonte de proyección asume un entorno en el que se fomente un adecuado ambiente de negocios y se preserve la estabilidad macroeconómica y financiera, para estimular la ejecución de proyectos privados de inversión y la creación de nuevos puestos de trabajo. Asimismo, se contempla un escenario de continuidad en el crecimiento de la inversión pública, considerando una eficiente capacitación de las nuevas autoridades subnacionales y una fuerte participación de los proyectos de infraestructura a cargo del Gobierno Nacional.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses se ubicó en 0,9 por ciento del producto a mayo de 2022, manteniendo así la tendencia decreciente iniciada en febrero de 2021. Esta evolución es reflejo del incremento de los ingresos corrientes del Gobierno General y de los menores gastos no financieros. Se proyecta que el déficit al cierre de 2022 se ubique en 1,9 por ciento del producto y se reduzca a 1,8 por ciento en 2023.

Se prevé que la **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pase de 35,9 a 34,3 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, para finalmente ubicarse en 33,2 por ciento en 2023. Se espera que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero disminuya de 21,8 a 21,2 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, para luego incrementarse ligeramente a 21,3 por ciento del producto en 2023, lo cual se explica por un mayor uso de depósitos.

- vi. Entre marzo y junio de 2022 el Directorio del BCRP continuó con la normalización de la posición de política monetaria iniciada en agosto de 2021. Así, el Directorio del BCRP decidió elevar la **tasa de interés de referencia** de la política monetaria hasta 5,50 por ciento en junio de 2022, acumulando a la fecha once incrementos en total. La tasa de interés real de referencia es ligeramente positiva (0,61 por ciento en junio de 2022), luego de haber alcanzado un mínimo histórico en agosto de 2021.

El saldo de **operaciones de inyección de liquidez** en moneda nacional se redujo de S/ 56,7 mil millones al cierre de diciembre de 2021 a S/ 50,2 mil millones al 13 de junio de 2022. En términos comparativos, el saldo total es 6,4 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,6 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. El **crédito al sector privado** se aceleró desde una tasa interanual de 4,4 por ciento en diciembre de 2021 a 6,7 por ciento en abril de 2022. Se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado se modere a 4,5 por ciento en 2022, y se acelere a 5,4 por ciento en 2023.
- viii. La **inflación** interanual aumentó a 8,09 por ciento en mayo, desde 6,15 por ciento en febrero, impulsada principalmente por el mayor precio de los alimentos y los combustibles. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 3,26 a 4,26 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta. Asimismo, los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican por encima del rango meta.

A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la recuperación gradual de la actividad económica y la persistencia en el alza de precios internacionales de energía y alimentos, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta en la segunda

mitad de 2023. Esta proyección asume la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles, fertilizantes y granos) en un contexto en que la brecha del producto se cierre gradualmente, continúe el retiro gradual del estímulo monetario y las expectativas de inflación retornen al rango meta en los siguientes meses.

- ix. Se mantiene el sesgo al alza en el **balance de riesgos de la proyección de inflación**. Los riesgos en la proyección consideran principalmente las siguientes contingencias: (i) incremento en los precios internacionales de los alimentos y combustibles debido a los problemas de producción y abastecimiento; (ii) persistencia de la inflación a nivel mundial y su posible impacto sobre las expectativas de inflación y sobre el crecimiento económico mundial; (iii) un menor nivel de actividad local de no recuperarse la confianza empresarial y del consumidor, y de haber demoras en la ejecución del gasto público; y (iv) presiones al alza del tipo de cambio, salida de capitales y mayor volatilidad en los mercados financieros por episodios de mayor incertidumbre política, perturbaciones en el crecimiento y el endeudamiento de las economías, o una mayor velocidad del retiro del estímulo monetario en países desarrollados.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2021	2022 ^{1/}		2023 ^{1/}	
		RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
Var. % real					
1. Producto bruto interno	13,5	3,4	3,1	3,2	3,2
2. Demanda interna	14,6	3,0	2,8	3,0	3,0
a. Consumo privado	11,7	4,1	4,1	3,5	3,5
b. Consumo público	10,6	1,5	1,5	2,0	2,0
c. Inversión privada fija	37,4	0,0	0,0	2,0	2,0
d. Inversión pública	24,9	4,0	2,1	1,6	1,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	13,7	7,5	6,1	7,6	7,7
4. Importaciones de bienes y servicios	18,6	5,6	4,5	6,7	6,7
5. Crecimiento del PBI Mundial	6,0	3,8	3,0	3,2	3,0
Nota:					
Brecha del producto ^{2/} (%)	-3,5	-5,5 ; 0,5	-3,5 ; 0,5	-5,0 ; 1,0	-3,0 ; 1,0
Var. %					
6. Inflación	6,4	3,6	6,4	2,1	2,5
7. Inflación esperada ^{3/}	3,5	3,9	5,8	3,0	3,7
8. Depreciación esperada ^{3/}	12,1	-3,5	-5,4	-0,3	0,7
9. Términos de intercambio	11,8	-1,4	-6,3	0,6	0,0
a. Precios de exportación	30,3	6,6	8,0	-0,9	-1,6
b. Precios de importación	16,6	8,1	15,3	-1,5	-1,6
Var. %					
10. Circulante	16,0	3,0	2,5	1,5	1,5
11. Crédito al sector privado	4,4	4,5	4,5	5,5	5,4
% PBI					
12. Inversión bruta fija	25,2	24,6	25,0	24,1	24,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,3	-1,6	-3,4	-0,6	-1,1
14. Balanza comercial	6,6	6,7	5,4	6,8	5,3
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	7,4	0,4	2,8	0,0	0,5
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	21,0	20,7	21,6	20,7	21,1
17. Gastos no financieros del Gobierno General	22,2	21,8	22,0	21,3	21,4
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-2,5	-2,5	-1,9	-2,2	-1,8
19. Saldo de deuda pública total	35,9	35,2	34,3	34,8	33,2
20. Saldo de deuda pública neta	21,8	22,4	21,2	23,0	21,3

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

I. Sector externo

1. La actividad económica mundial se ha visto afectada por la persistencia y agravamiento de los choques reseñados en el Reporte de Inflación de marzo. En particular, el aumento en los precios de la energía y alimentos y los problemas en las cadenas de suministros se han intensificado a raíz de la prolongación de la guerra en Ucrania y de la aplicación de restricciones a la movilidad en China en respuesta a los contagios del COVID-19. Estos eventos están afectando el crecimiento del segundo trimestre y también las perspectivas de la actividad económica mundial a lo largo del horizonte de proyección.

Estos choques —sumados a una expansión de la demanda y a un mercado laboral ajustado— han contribuido a mantener la inflación al alza en la mayoría de las economías desarrolladas. En Estados Unidos y Reino Unido la inflación se ubica en niveles máximos en 40 años y en la eurozona registra un nivel récord. En las economías emergentes, en particular de América y Europa, se observa también una marcada tendencia al alza. Considerando este hecho y ante los riesgos de un desanclaje en las expectativas de inflación, los bancos centrales han llevado a cabo ajustes en la política monetaria por encima de lo esperado a inicios de año.

Las perspectivas de menor crecimiento global y de condiciones financieras internacionales más ajustadas vienen afectando a las economías emergentes: los precios de los *commodities*, con excepción de la energía y los granos, han registrado correcciones a la baja y, en el caso particular del cobre, se ubica por debajo de los niveles observados a fines de 2021. Por su parte, los flujos de capitales hacia economías emergentes disminuyeron e, incluso, registraron una salida neta en los tres últimos meses.

En este contexto, las proyecciones de crecimiento mundial han sido revisadas nuevamente a la baja, de 3,8 a 3,0 por ciento para 2022 y de 3,2 a 3,0 por ciento para 2023. Asimismo, los riesgos de un escenario de estanflación, donde se presenten altas tasas de inflación y bajas tasas de crecimiento, se han incrementado y su ocurrencia dependerá en gran medida de la ejecución de sanciones adicionales a Rusia (en particular la prohibición de importar gas ruso por parte de la Unión Europea) y de la evolución de los contagios del COVID-19 (en particular en China).

Evolución reciente de la actividad económica global

2. **Desde marzo, los choques de oferta han persistido e incluso se han agravado a raíz de la intensificación del conflicto en Ucrania y de las medidas adoptadas por China para frenar la expansión del COVID-19.**

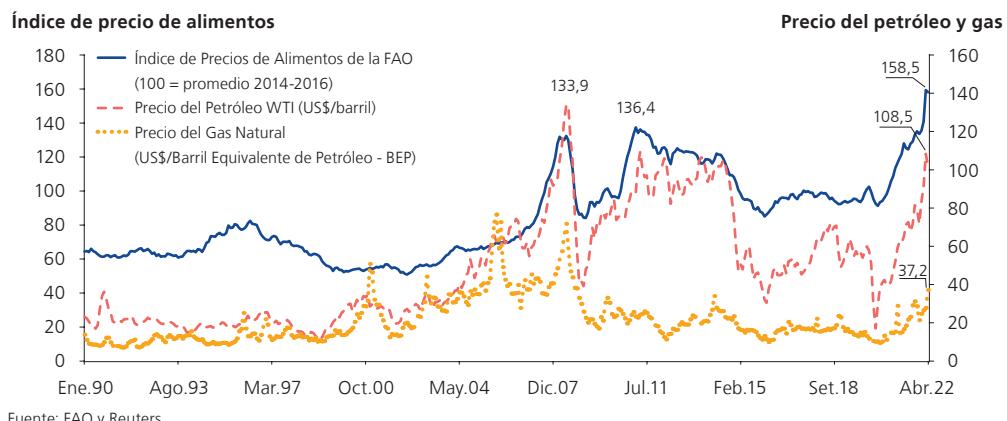




Como se reseñó en el Reporte de marzo, la persistencia del conflicto en Ucrania ha afectado a la economía mundial a través de varios canales de transmisión. Destacan el impacto directo sobre los precios de la energía y los alimentos y los efectos sobre la cadena de suministros.

Respecto a lo primero, los precios de los alimentos y la energía siguieron una tendencia al alza a pesar de que la desaceleración económica global generó presiones a la baja en los precios de la mayoría de *commodities*. En el caso de los alimentos, el índice de alimentos de la FAO registró en marzo un nivel récord debido al impacto de la guerra en la oferta de maíz, trigo y aceite de girasol y a las restricciones impuestas a las exportaciones de una serie de alimentos como aceite de palma (por parte de Indonesia) y azúcar y trigo (por parte de India). En el caso del petróleo, el precio subió ante la menor oferta disponible en el mercado mundial debido a las sanciones de Estados Unidos y Reino Unido sobre las exportaciones rusas y a una débil respuesta de la producción por parte de los países de la OPEP+. En el caso del gas, el mercado se mantiene afectado por restricciones parciales del suministro a Europa y los bajos niveles de inventarios globales.

Gráfico 1
PRECIOS DE ALIMENTOS, PETRÓLEO Y GAS



Fuente: FAO y Reuters.

El conflicto también ha acentuado el problema en la cadena de suministros considerando las sanciones impuestas a las empresas rusas, los problemas logísticos y de infraestructura derivados del conflicto y la participación de Rusia en la producción y en el comercio exterior de algunos productos (metales refinados, platino, paladio, entre otros). Sin embargo, el mayor impacto sobre la cadena de suministros responde a las medidas adoptadas en China a raíz del aumento de casos de COVID-19, en particular en las ciudades de Shanghái y Beijing, donde se establecieron medidas de cuarentena durante varias semanas, que significaron el cierre de una serie de actividades industriales y portuarias.

Esta evolución se refleja en el indicador de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), construido a partir de los costos de transporte marítimo y aéreo y de algunos componentes de los índices PMI de las principales economías. Luego de una disminución en el primer trimestre, este indicador a mayo se ubica en niveles similares a los picos registrados a inicios de la pandemia.

**Gráfico 2
ÍNDICE GSCI: PRESIONES SOBRE LA CADENA GLOBAL DE SUMINISTROS***
(En desviaciones estándar respecto al valor promedio)



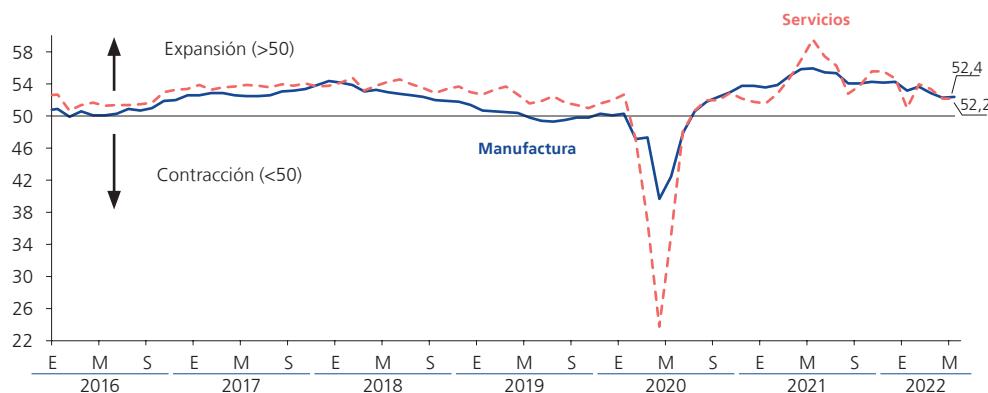
*El GSCI se construye a partir de los costos de transporte (Baltic Dry Index, el índice Harpex e índices de costos de transporte aéreo del BLS) y componentes del PMI de Estados Unidos, China, eurozona, Japón, Reino Unido, Corea del Sur y Taiwán. Datos a mayo de 2022.

Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

3. **Estos eventos afectaron el crecimiento económico desde fines del primer trimestre.** El impacto positivo de la reapertura de varias economías desarrolladas, luego de levantadas las restricciones impuestas a raíz del aumento de contagios del COVID-19, fue contrarrestado por los choques de oferta señalados anteriormente y por el aumento de la inflación.

Los índices de producción global—tanto de manufactura como de servicios—reflejan esta tendencia. Ambos índices mostraron una caída entre marzo y mayo. Cabe señalar que, dentro de estos índices, los rubros vinculados a producción y nuevas órdenes mostraron una evolución desfavorable, mientras que los rubros vinculados a costos de insumos y precios de bienes registraron niveles por encima del promedio.

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



Fuente: JPMorgan.

Este comportamiento, sin embargo, no es uniforme a nivel de países. Dentro de las economías desarrolladas, Estados Unidos registró una contracción del PBI de 0,4 por





ciento en el primer trimestre (equivalente a una tasa anualizada de 1,5 por ciento) como consecuencia de la caída de la inversión inmobiliaria, el deterioro de la balanza comercial (afectada por la apreciación del dólar) y la desacumulación de inventarios. Los indicadores recientes muestran que el deterioro del mercado inmobiliario continúa en el segundo trimestre, en un contexto de aumento de las tasas de interés hipotecarias y altos costos de construcción; y que el dinamismo del consumo se ve limitado por la caída en la confianza del consumidor y el aumento de los precios.

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

I. Servicios												
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Mar.22	May.22
Global	36,8	48,1	52,0	51,8	54,7	57,4	53,8	55,6	55,6	54,7	53,4	52,2
Estados Unidos (Markit)	39,8	47,9	54,6	54,8	60,4	64,6	54,9	58,7	58,0	57,6	58,0	53,4
China (Caixin)	43,0	58,3	54,8	56,3	54,3	50,3	53,4	53,8	52,1	53,1	42,0	41,4
Eurozona	26,4	48,3	48,0	46,4	49,6	58,3	56,4	54,6	55,9	53,1	55,6	56,1
Reino Unido	34,5	47,1	56,1	49,4	56,3	62,4	55,4	59,1	58,5	53,6	62,6	51,8
Japón	33,8	45,0	46,9	47,7	48,3	48,0	47,8	50,7	53,0	52,1	49,4	52,6

II. Manufactura												
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Oct.21	Nov.21	Dic.21	Mar.22	May.22
Global	47,3	47,9	52,4	53,8	55,0	55,5	54,1	54,3	54,2	54,3	52,9	52,4
Estados Unidos (Markit)	48,5	49,8	53,2	57,1	59,1	62,1	60,7	58,4	58,3	57,7	58,8	57,0
China (Caixin)	50,1	51,2	53,0	53,0	50,6	51,3	50,0	50,6	49,9	50,9	48,1	48,1
Eurozona	44,5	47,4	53,7	55,2	62,5	63,4	58,6	58,3	58,4	58,0	56,2	54,6
Reino Unido	47,8	50,1	54,1	57,5	58,9	63,9	57,1	57,8	58,1	57,9	55,2	54,6
Japón	44,8	40,1	47,7	50,0	52,7	52,4	51,5	53,2	54,5	54,3	54,1	53,3

Fuente: JP Morgan.

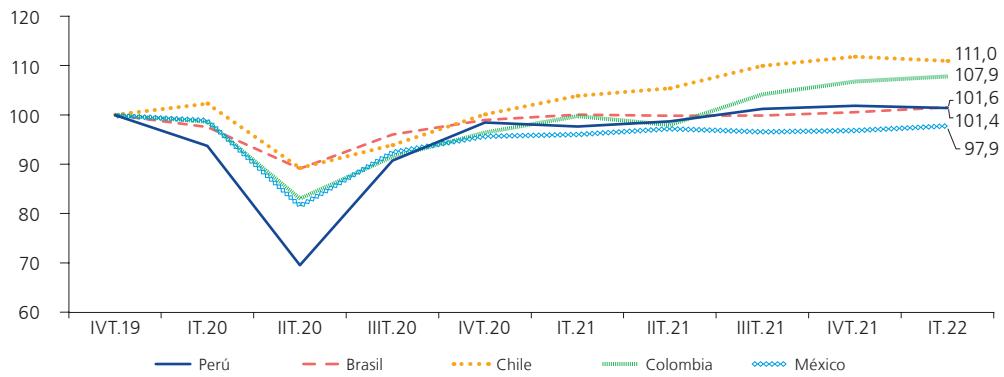
En el caso de la **eurozona**, el crecimiento del primer trimestre (0,6 por ciento) refleja el dinamismo de las exportaciones netas y la contracción del consumo privado. Se estima para el segundo trimestre una tasa de crecimiento positiva, pero menor a la prevista en el Reporte de marzo. Este menor crecimiento refleja, entre otros factores, la persistencia de los altos precios de la energía, el menor dinamismo del sector exportador (altamente vinculado a la economía china) y el deterioro de la confianza de consumidores e inversionistas.

En el caso de **China**, a la desaceleración de los sectores exportador e inmobiliario se suman las medidas de contención reflejadas en el plan de "tolerancia cero" aplicada en varias ciudades, en particular en Shanghái y Beijing. De este modo, luego de un crecimiento de 1,3 por ciento en el primer trimestre, se estima que la economía registre una contracción en su actividad durante el período abril-junio. Cabe señalar que, en este contexto y considerando que las presiones inflacionarias se mantienen moderadas, se han tomado una serie de medidas anticíclicas. Dichas medidas incluyen la reducción de la tasa preferencial de préstamos a cinco años (referente de las tasas hipotecarias) y el anuncio de un paquete de medidas fiscales que comprenden, entre otras medidas, desgravaciones fiscales, aplazamiento de pagos de crédito y proyectos de renovación urbana y de energía. Estas medidas se suman a las anunciadas en el primer trimestre (reducción de la tasa de interés y nuevos programas de infraestructura).

En **América Latina**, el crecimiento económico se ha venido desacelerando en el primer trimestre. En algunos casos, como Chile, esta desaceleración se produce luego de una

fuerte expansión de la demanda interna durante 2021. Colombia y México presentan tasas positivas de crecimiento en el primer trimestre, favorecidas por los altos precios del petróleo. Los indicadores de frecuencia mensual sugieren que esta desaceleración prosigue en abril y mayo como consecuencia del impacto de la alta inflación sobre el consumo, los menores estímulos fiscal y monetario y el reciente deterioro del entorno internacional.

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

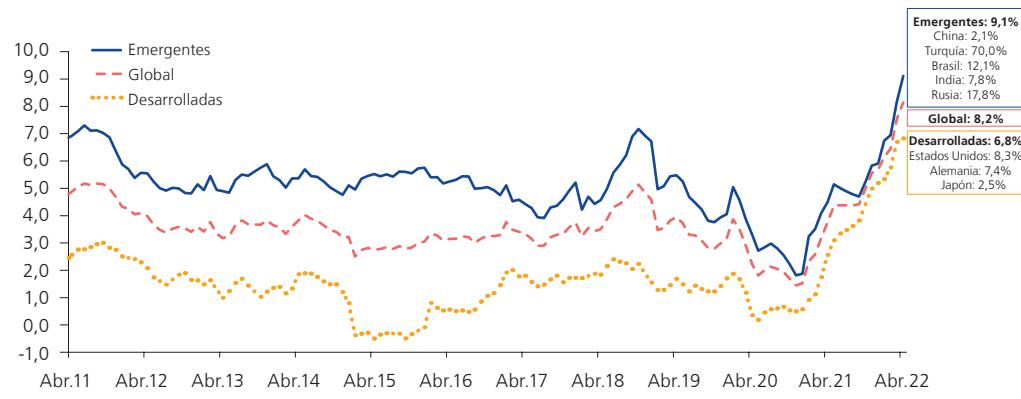


* Series desestacionalizadas.

Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

4. **Siguiendo la tendencia reseñada en anteriores Reportes, las presiones inflacionarias continuaron aumentando a nivel global.** Tanto las economías desarrolladas como emergentes registraron una tendencia al alza en línea con los choques de oferta señalados anteriormente y, en algunos casos, por las presiones de demanda asociadas al mayor gasto del sector público y privado. Esta tendencia se registró tanto para la inflación total como para el componente subyacente.

Gráfico 5
INFLACIÓN GLOBAL EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y EMERGENTES
(Var. % 12 meses)



Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

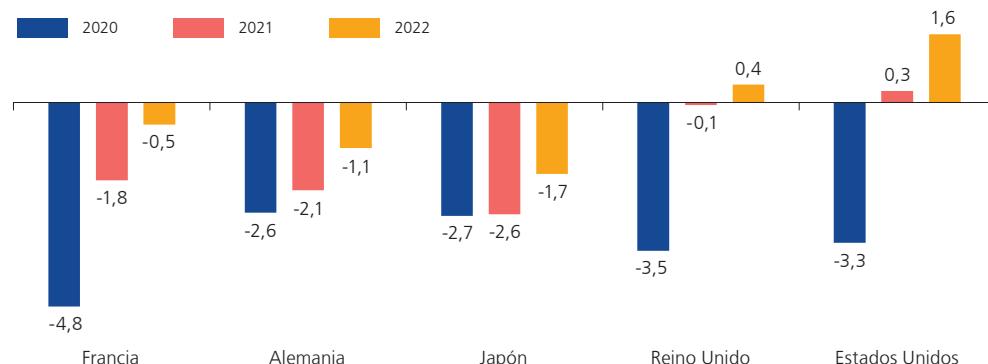
En el caso de las economías desarrolladas, la tendencia alcista entre abril y junio ha sido generalizada. Aparte de los choques de oferta, señalados anteriormente, existen presiones de demanda asociadas a la evolución favorable del empleo, al impacto de las políticas monetarias y fiscales adoptadas en 2020 y 2021 y al exceso de ahorro privado, generado durante la pandemia, que se viene destinando al gasto. Destacan los casos de





Estados Unidos y Reino Unido donde, de acuerdo con estimaciones del FMI, se prevé que el producto se ubique en 2022 por encima de su nivel potencial.

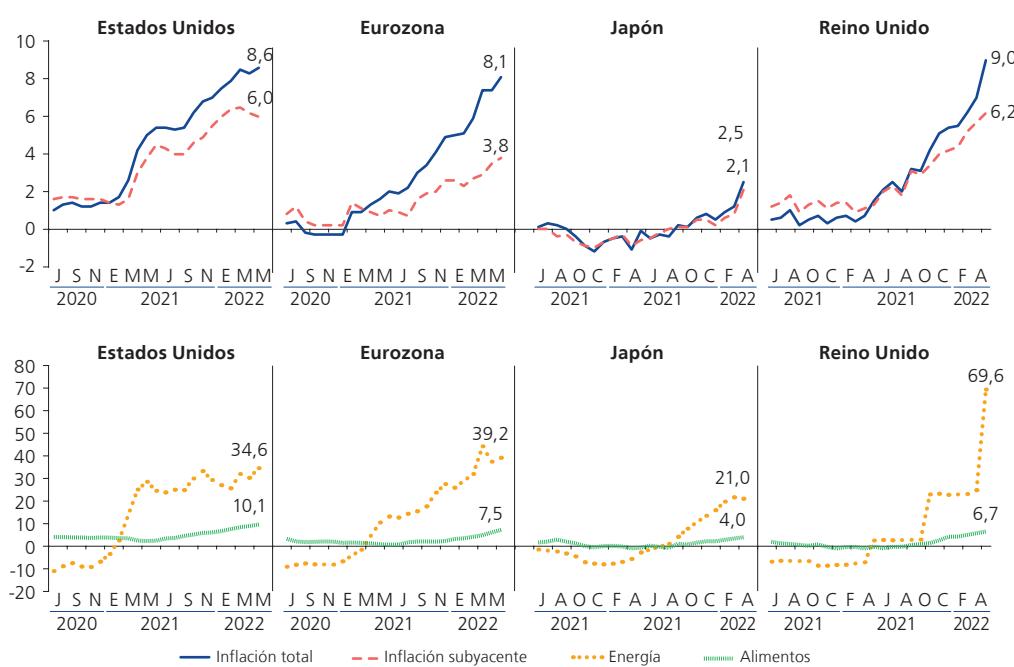
Gráfico 6
BRECHA PRODUCTO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS
(En porcentaje del producto potencial)



Fuente: FMI.

En Estados Unidos, la inflación de mayo llegó a 8,6 por ciento, la mayor tasa desde diciembre de 1981. Resalta el aumento de los precios de energía, alimentos y servicios. La inflación subyacente, por el contrario, se redujo desde 6,5 por ciento en marzo a 6,0 por ciento en mayo. En el caso de la inflación asociada al gasto del consumo personal (PCE), indicador que monitorea la Fed, se observó una desaceleración en abril, tanto en el componente total (de 6,6 a 6,3 por ciento) como en el subyacente (5,2 a 4,9 por ciento), aunque ambos permanecen muy por encima de la meta de 2 por ciento.

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

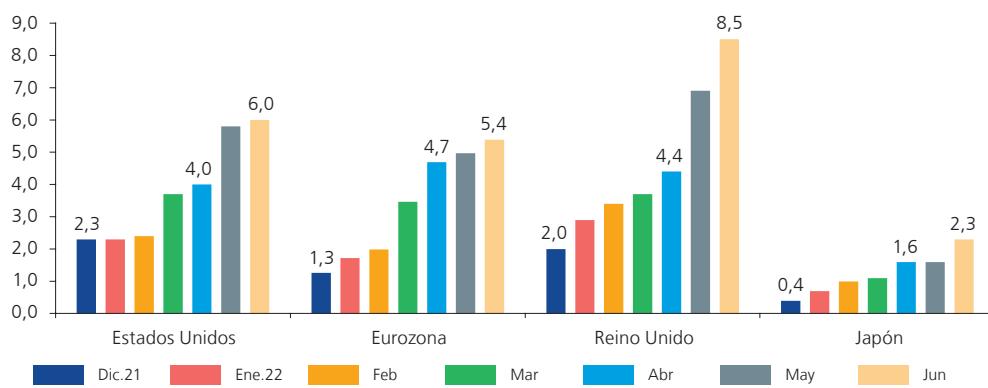


Fuente: Bancos centrales e institutos de estadísticas.

En Reino Unido, la tasa de inflación de 9,0 por ciento de abril, la mayor desde 1982, estuvo fuertemente influida por el precio de la energía y combustibles, aunque el componente subyacente también presentó aumentos y alcanzó un nivel de 6,2 por ciento, muy superior a la meta de 2 por ciento. En la eurozona, la inflación de 8,1 por ciento de mayo representa un nuevo máximo histórico.

La tendencia al alza en la inflación se reflejó en un aumento de las expectativas de inflación para fines de 2022. De acuerdo con las proyecciones de bancos y casas de inversión, la inflación esperada—medida a través de las medianas de las proyecciones—ha tenido una sostenida tendencia al alza en línea con el incremento de la inflación observada.

**Gráfico 8
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2022***
(Var. % 12 meses)

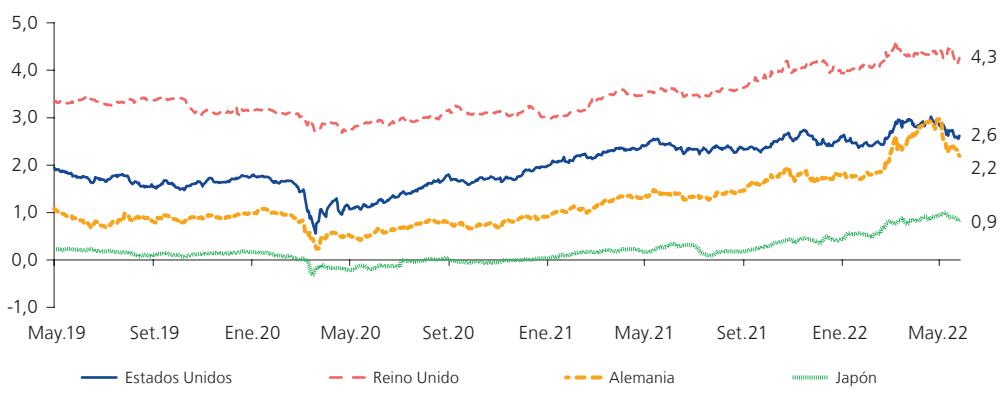


* Estimadas en base a la mediana de las casas de inversión.

Fuente: Casas de inversión.

Sin embargo, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo no han presentado similar tendencia al alza. La inflación *break-even*, estimada a partir de la diferencia entre los rendimientos nominales y aquellos indexados a la inflación, muestran que las tasas esperadas a largo plazo se ubican por debajo de los niveles actuales y, con excepción de Reino Unido y de Japón, alineadas con las metas de los bancos centrales. En el Reino Unido, las expectativas a largo plazo superan el 4 por ciento, por encima de la meta establecida de 2 por ciento, mientras que, en el caso de Japón, las expectativas se ubican por debajo de la meta.

**Gráfico 9
TASA DE INFLACIÓN BREAK-EVEN (A 10 AÑOS)**



Fuente: Reuters.





5. **Dentro de las economías con metas explícitas de inflación, en la casi totalidad de los casos las tasas de inflación interanual han permanecido por encima del rango meta.** Esta evidencia se observa tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. A nivel de regiones, las tasas de inflación más altas se siguen observando en Europa y América, pero en Asia la mayoría de los países enfrentan una tendencia al alza que ubican a la inflación por encima del límite superior de su rango meta.

Cuadro 2
INFLACIÓN
(variación % 12 meses)

Región / País	Dic.20	Dic. 21	Mar.22	Abr.22	May.22	Meta	Máximo desde:
América							
Estados Unidos	1,4	7,0	8,5	8,3	<u>8,6</u>	2,0	Dic-81
Canadá	0,7	4,8	6,7	6,8	<u>n.d.</u>	2,0+/-1,0	Ene-91
Uruguay	9,4	8,0	9,4	10,0	<u>9,4</u>	3,0-7,0	Dic-20
Colombia	1,6	5,6	8,5	9,2	<u>9,1</u>	3,0+/-1,0	Jul-00
Chile	3,0	7,2	9,4	10,5	<u>11,5</u>	3,0+/-1,0	Jul-94
México	3,2	7,4	7,5	7,7	<u>7,7</u>	3,0+/-1,0	Ene-01
Brasil	4,5	10,1	11,3	12,1	<u>11,7</u>	3,75+/-1,5	Oct-03
Perú	2,0	6,4	6,8	8,0	<u>8,8</u>	2,0+/-1,0	Jul-97
Asia							
Indonesia	1,7	1,9	2,6	3,5	<u>3,6</u>	3,0+/-1,0	Ago-19
India	4,6	4,9	7,0	7,8	<u>7,8</u>	4,0+/-2,0	May-14
Filipinas	3,3	3,2	4,0	4,9	<u>5,4</u>	3,0+/-1,0	Oct-21
Corea	0,5	3,7	4,1	4,8	<u>5,4</u>	2,0	Ago-08
Tailandia	-0,3	2,2	5,7	4,7	<u>7,1</u>	2,5+/-1,5	Set-08
Israel	-0,7	2,8	3,5	4,0	<u>4,1</u>	1,0-3,0	Jun-11
Europa							
Eurozona	-0,3	5,0	7,4	7,4	<u>8,1</u>	2,0	récord
Alemania	-0,3	5,3	7,3	7,4	<u>7,9</u>	2,0	Dic-73
Francia	0,0	2,8	4,5	4,8	<u>5,2</u>	2,0	Set-85
Italia	-0,2	3,9	6,5	6,2	<u>6,9</u>	2,0	Nov-90
España	-0,5	6,7	9,8	8,4	<u>8,7</u>	2,0	May-85
Serbia	1,3	7,9	9,1	9,6	<u>n.d.</u>	3,0+/-1,5	Jun-13
Hungría	2,7	7,4	8,5	9,5	<u>10,7</u>	3,0+/-1,0	Jun-01
Noruega	1,4	5,3	4,5	5,4	<u>n.d.</u>	2,5	Oct-08
República Checa	2,3	6,6	12,7	14,2	<u>n.d.</u>	2,0+/-1,0	Dic-93
Reino Unido	0,6	5,4	7,0	9,0	<u>n.d.</u>	2,0	1982
Rusia	4,9	8,4	16,7	17,8	<u>17,3</u>	4,0	Ene-02
Polonia	2,4	8,6	10,9	12,4	<u>13,9</u>	2,5+/-1,0	Dic-97
Islandia	3,6	5,1	6,7	7,2	<u>n.d.</u>	2,5	Mar-10
Suecia	0,5	3,9	6,0	6,4	<u>7,3</u>	2,0	Dic-91
Turquía	14,6	36,1	61,1	70,0	<u>73,5</u>	5,0+/-2,0	Oct-98
Rumanía	2,1	8,2	10,2	13,8	<u>n.d.</u>	2,5+/-1,0	Feb-04
Suiza	-0,8	1,5	2,4	2,5	<u>n.d.</u>	< 2,0	Oct-08
Africa							
Sudáfrica	3,1	5,9	5,9	5,9	<u>n.d.</u>	3,0-6,0	Mar-17
Ghana	10,4	12,6	19,4	23,6	<u>27,6</u>	8,0 +/-2,0	Ene-04
Oceanía							
Australia *	0,9	3,5	5,1	n.d.	<u>n.d.</u>	2,0-3,0	Jun-01
Nueva Zelanda *	1,4	5,9	5,9	n.d.	<u>n.d.</u>	2,0+/-1,0	2T 1990

Nota: se incluyen países con rango meta de inflación, así como economías con un nivel de inflación objetivo. La columna de la fecha del dato máximo para España hace referencia al dato de marzo de 2022, mientras que, para Uruguay, Colombia, Brasil y Rusia hacen referencia al dato de abril de 2022.

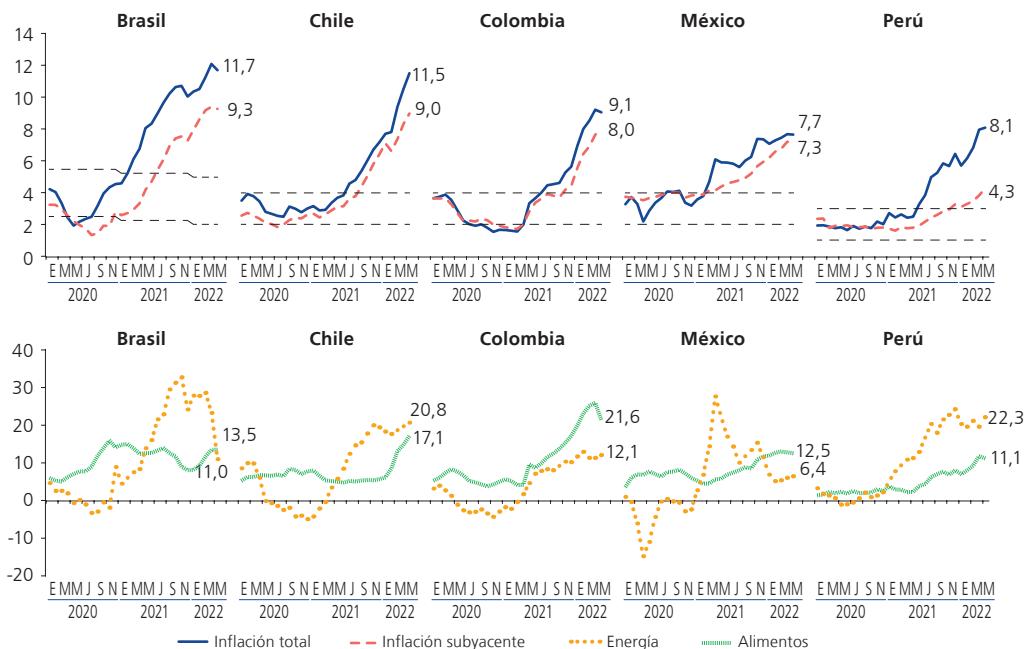
n.d.: No disponible.

*Datos trimestrales.

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

En el caso de las economías de la región, la inflación continuó con la tendencia al alza y continuó por encima del límite superior del rango meta. Aunque registra tasas menores, la inflación subyacente tuvo una tendencia similar. Las tasas de inflación se encuentran influidas por el fuerte crecimiento de los precios de los alimentos y energía (que presentan tasas por encima del promedio, con excepción del caso de la energía en México) y por la recuperación de la demanda interna debido a la evolución epidemiológica favorable.

**Gráfico 10
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2022**
(Var. % 12 meses)



Nota: Datos a abril, con excepción de Perú (mayo). En Brasil, el componente Energía corresponde al dentro del hogar. Los índices de alimentos en Brasil y Perú incluyen el subgrupo de comidas fuera del hogar.

Fuente: Bancos centrales e institutos nacionales de estadística.

6. En este contexto de presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales han continuado con el retiro del estímulo monetario y han reafirmado su compromiso de controlar la inflación.

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

En el caso de la Fed, en mayo elevó la tasa de política monetaria en 50 pbs (una magnitud no observada desde 2000) y anunció una reducción del tamaño de su balance hasta en US\$ 47,5 mil millones mensuales entre junio y agosto y en US\$ 95,0 mil millones en los tres meses siguientes. En junio elevó nuevamente la tasa, esta vez en 75 pbs (una magnitud no observada desde 1994) y revisó al alza las proyecciones de inflación y a la baja las de crecimiento.





**Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED***

	2022		2023		2024		Largo Plazo	
	Mar. 22	Jun. 22	Mar. 22	Jun. 22	Mar. 22	Jun. 22	Mar 22	Jun. 22
Crecimiento	2,8	1,7	2,2	1,7	2,0	1,9	1,8	1,8
Tasa de desempleo	3,5	3,7	3,5	3,9	3,6	4,1	4,0	4,0
Inflación (PCE)	4,3	5,2	2,7	2,6	2,3	2,2	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	4,1	4,3	2,6	2,7	2,3	2,3	-	-

Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.

Tasa de interés (%)	1,9	3,4	2,8	3,8	2,8	3,4	2,4	2,5
Rango de tasas de interés (%)	1,4-3,1	3,1-3,9	2,1-3,6	2,9-4,4	2,1-3,6	2,1-4,1	2,0-3,0	2,0-3,0

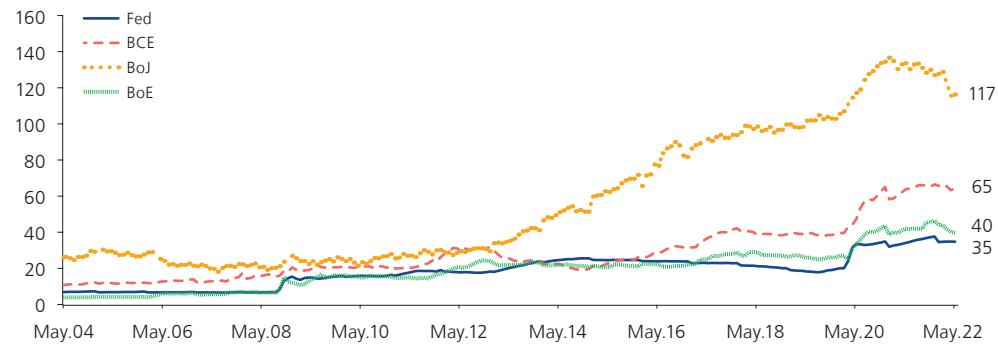
* Incorpora 18 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

Por su parte, Reino Unido continuó con el ajuste iniciado a fines de 2021 y realizó la cuarta y quinta alza consecutiva, elevando la tasa de 0,75 a 1,0 por ciento en mayo y de 1,0 a 1,25 por ciento en junio. Suiza, por otra parte, incrementó su tasa desde los niveles mínimos de -0,75 por ciento (fijados desde 2015) a -0,25 por ciento.

En el caso del Banco Central Europeo (BCE), las declaraciones de los funcionarios, alineadas con las expectativas del mercado, hacen prever un aumento en julio y otros adicionales en las siguientes reuniones. Con ello, la tasa que el BCE retribuye a los depósitos, actualmente en -0,5 por ciento, pasaría a terreno positivo hacia fines de 2022. Asimismo, se tiene previsto que el programa de compra de activos culmine hacia el tercer trimestre.

La excepción a esta tendencia la constituye Japón, cuyo banco central mantuvo su tasa de política monetaria en -0,1 por ciento y reafirmó la política de compras de activos con el fin de evitar que el rendimiento de los bonos soberanos a 10 años sobrepase el 0,25 por ciento.

**Gráfico 11
ACTIVOS TOTALES DE LOS BANCOS CENTRALES**
(Porcentaje PBI)



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

En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales elevaron su tasa de interés. América Latina y Europa continuaron con el ajuste de tasas, mientras que algunas economías de Asia (como Filipinas, Malasia e India) realizaron el primer incremento desde los niveles mínimos alcanzados durante la pandemia. En América Latina las tasas de interés se elevaron entre 50 y 150 pbs entre marzo y junio. Cabe señalar que, con excepción de

México, las tasas de política de los países de la región se ubican por encima de los niveles observados antes de la pandemia (diciembre de 2019).

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

	Tasas de interés					Var. Jun.22 en pbs, c/r a:	
	Dic. 19	Dic.20	Dic.21	Mar. 22	Jun.22	Mar.22	Dic. 21
Economías desarrolladas							
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	0,50	1,75	125	150
Canadá	1,75	0,25	0,25	0,50	1,50	100	125
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0
Reino Unido	0,75	0,10	0,25	0,75	1,25	50	100
Suecia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	25	25
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,25	50	50
Noruega	1,50	0,00	0,50	0,75	0,75	0	25
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0	0
Corea del Sur	1,25	0,50	1,00	1,25	1,75	50	75
Nueva Zelanda	1,00	0,25	0,75	1,00	2,00	100	125
Australia	0,75	0,10	0,10	0,10	0,85	75	75
América Latina							
Brasil	4,50	2,00	9,25	11,75	13,25	150	400
Colombia	4,25	1,75	3,00	5,00	6,00	100	300
Perú	2,25	0,25	2,50	4,00	5,50	150	300
Chile	1,75	0,50	4,00	7,00	9,00	200	500
México	7,25	4,25	5,50	6,50	7,00	50	150
Uruguay	-.-	4,50	5,75	7,25	9,25	200	350
Asia							
Filipinas	4,00	2,00	2,00	2,00	2,25	25	25
Malasia	3,00	1,75	1,75	1,75	2,00	25	25
India	5,15	4,00	4,00	4,00	4,90	90	90
Tailandia	1,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0
Indonesia	5,00	3,75	3,50	3,50	3,50	0	0
Israel	0,25	0,10	0,10	0,10	0,75	65	65
Taiwán	1,38	1,13	1,13	1,38	1,50	13	38
Europa							
República Checa	2,0	0,25	3,75	5,00	5,75	75	200
Polonia	1,50	0,10	1,75	3,50	6,00	250	425
Ucrania	13,50	6,00	9,00	10,00	25,00	1500	1600
Rusia	6,25	4,25	8,50	20,00	9,50	-1050	100
Islandia	3,00	0,75	2,00	2,75	3,75	100	175
Serbia	2,25	1,00	1,00	1,00	2,50	150	150
Rumanía	2,50	1,50	1,75	2,50	3,75	125	200
Hungría	0,90	0,60	2,40	4,40	5,90	150	350
África							
Sudáfrica	6,50	3,50	3,75	4,25	4,75	0	100

Nota: Datos al 16 de junio.

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

De otro lado, las mayores presiones inflacionarias han reducido las expectativas de implementación de **políticas fiscales** expansivas en las principales economías desarrolladas. En Estados Unidos, por ejemplo, persisten los retrasos en la aprobación, por parte del Congreso, del paquete de gastos propuestos por el ejecutivo. En la eurozona, en mayo, los ministros de finanzas acordaron modificar la posición de la política fiscal hacia una posición neutral. Sin embargo, es posible que los altos precios de la energía y de los alimentos, así como la desaceleración económica, lleven a la aplicación de medidas de apoyo hacia los sectores más afectados a través de mayores gastos (subsidios) o menores impuestos (exoneraciones tributarias).





Perspectivas de la economía global

7. **Se espera que el crecimiento global para 2022 (3,0 por ciento) se ubique por debajo de lo señalado en el Reporte de marzo (3,8 por ciento).** Esta revisión responde a que dos de los riesgos reseñados en el Reporte de marzo se han concretado. Por un lado, el conflicto entre Ucrania y Rusia se ha agravado y su duración ha sobrepasado las previsiones iniciales. Por otro lado, la política de "tolerancia cero" de China ha tenido un impacto mayor al inicialmente previsto, dado el alcance de las restricciones impuestas. Para 2023, la proyección de crecimiento se ha revisado ligeramente a la baja, de 3,2 a 3,0 por ciento.

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

* Base 2021.

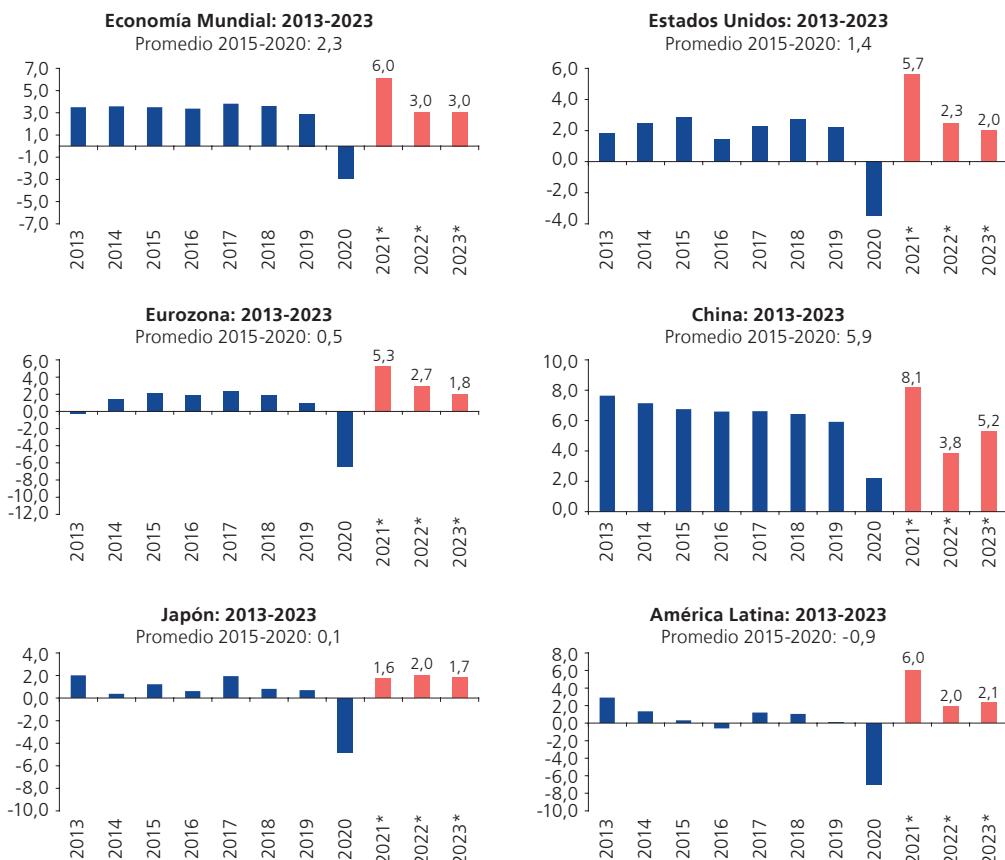
** Preliminar.

Fuente: FMI, Consensus Forecast, BCRP.

Esta revisión a la baja se observa en la gran mayoría de economías desarrolladas y en las economías emergentes más grandes. Dentro de las primeras, destaca la revisión en 1 punto porcentual de la eurozona, dada su mayor exposición al conflicto en Ucrania y a su fuerte exposición comercial con China. Dentro de las economías emergentes, la proyección de crecimiento de China para 2022 se revisa a la baja en 1,2 puntos porcentuales, debido a los desarrollos recientes en torno de la pandemia, a la desaceleración del mercado inmobiliario y a un menor dinamismo de su sector exportador.

Este escenario base de proyección asume que las tensiones del conflicto entre Rusia y Ucrania no escalan y que los eventuales rebrotos de COVID-19 no llevarán a medidas que afecten significativamente el crecimiento. También estima que la tendencia al alza en los precios de los alimentos y energía se revierte a lo largo del horizonte de proyección.

**Gráfico 12
CRECIMIENTO DEL PBI**
(Variación porcentual real)



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

En este sentido, las proyecciones de crecimiento presentan riesgos mayoritariamente a la baja y la probabilidad de un escenario de estanflación se ha incrementado significativamente debido a la posibilidad de que los choques de oferta persistan y sean más pronunciados que lo contemplado en este escenario base. En particular, la implementación de sanciones adicionales a Rusia (en especial la prohibición de importar gas ruso por parte de la Unión Europea) podría generar una caída significativa en el crecimiento global y reforzar las presiones al alza en la inflación.

Un impacto similar podría darse si se observan mayores ajustes en el mercado de alimentos, no solo en los granos y aceite, sino también en una amplia variedad de productos debido a los mayores costos de fertilizantes e insumos. Esta situación podría acentuarse de generalizarse las medidas proteccionistas aplicadas en los últimos meses, que restringen el comercio global. El impacto sobre los precios internacionales afectaría particularmente a los países de menores ingresos, donde los alimentos constituyen una mayor proporción del gasto en consumo.

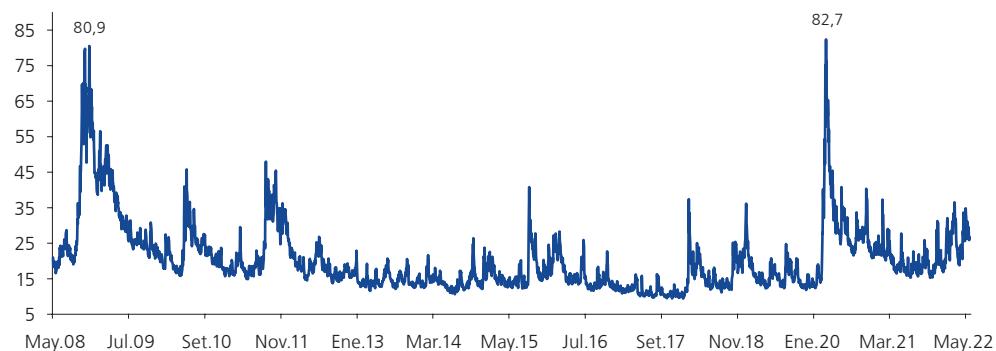
Del mismo modo, la evolución de los contagios del COVID-19 (en particular en China) permanece como factor de incertidumbre en el horizonte de proyección.



Mercados financieros internacionales

8. Desde el último Reporte, los **mercados financieros** se vieron afectados por los factores señalados anteriormente: el conflicto en Ucrania, las tensiones entre la Unión Europea y Rusia, los confinamientos en China tras el rebrote de contagios de COVID-19 y el retiro de los estímulos de la Fed y los demás bancos centrales para combatir la elevada inflación. Todo ello configuró un escenario de menor crecimiento económico que también impactó negativamente sobre los mercados financieros.

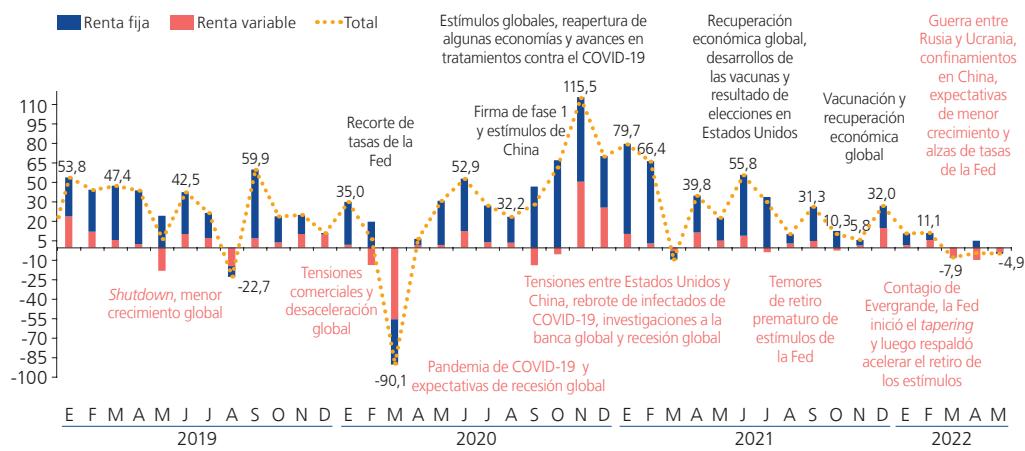
Gráfico 13
ÍNDICE VIX: VOLATILIDAD DE LA BOLSA DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: Reuters.

Este contexto de mayor aversión al riesgo, en particular durante abril y la primera mitad de mayo, llevó a la liquidación de activos de mayor riesgo en favor de activos seguros. Reflejo de ello es la caída de la mayoría de las bolsas, *commodities* y monedas emergentes. A la par, los rendimientos soberanos a nivel global aumentaron tras la implementación de políticas monetarias más contractivas en un entorno de alta inflación. Del mismo modo, los flujos de capitales registraron salidas netas de las economías emergentes en los meses recientes.

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

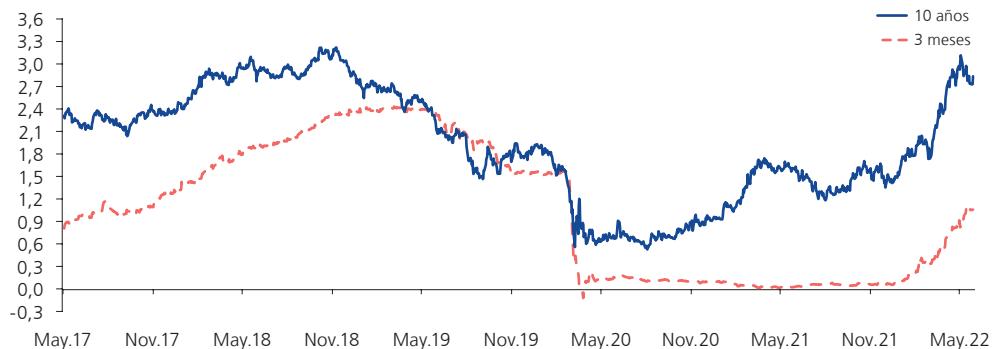


Fuente: IIF.

9. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de largo plazo aumentaron en línea con las alzas de tasas y recorte en las compras de activos de los bancos centrales para

reducir la inflación. En Estados Unidos, se destaca que el rendimiento soberano a 10 años incluso alcanzó los 3,13 puntos porcentuales el 5 de mayo, el mayor registro desde noviembre de 2018. Similar tendencia se observó en Europa donde los rendimientos soberanos de largo plazo también subieron, en línea con los comentarios del BCE a favor de elevar las tasas desde el tercer trimestre y de culminar su programa de compra de activos este año.

**Gráfico 15
RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DE GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS, 2017-2022**
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Las perspectivas de un retiro de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas explican el aumento en los rendimientos de títulos soberanos de las economías emergentes. La única excepción a esta tendencia al alza fue Rusia, cuyos bonos se recuperaron luego de la fuerte caída durante las primeras semanas del conflicto con Ucrania.

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

	Dic.21 (a)	Mar.22 (b)	May.22 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	1,51	2,34	2,85	51	134
Alemania	-0,18	0,55	1,12	58	130
Francia	0,20	0,98	1,64	66	144
Italia	1,17	2,04	3,12	108	195
España	0,56	1,43	2,22	79	166
Grecia	1,32	2,65	3,56	91	225
Gran Bretaña	0,97	1,61	2,10	49	113
Japón	0,07	0,21	0,24	3	17
Brasil	10,84	11,61	12,56	95	172
Colombia	8,19	9,73	11,08	135	288
Chile	5,65	6,20	6,27	8	62
México	7,56	8,25	8,63	38	107
Perú	5,90	6,57	7,53	96	163
Sudáfrica	9,80	9,96	10,26	30	46
India	6,45	6,84	7,42	58	96
Turquía	23,54	24,30	20,39	-391	-315
Rusia	8,29	11,43	9,52	-191	123
China	2,78	2,79	2,80	1	2
Corea del Sur	2,26	2,97	3,33	37	108
Indonesia	6,36	6,73	7,03	30	67
Tailandia	1,89	2,25	2,85	60	96
Malasia	3,59	3,86	4,19	33	60
Filipinas	4,71	5,68	6,50	82	178

*Elaborado al 31 de mayo del 2022.

Fuente: Reuters.





10. En los **mercados de renta variable**, la mayoría de las bolsas desarrolladas cayeron tras la toma de ganancias por los retiros de estímulos de los bancos centrales, las nuevas sanciones a Rusia y los confinamientos en China. Los resultados corporativos del primer trimestre de 2022, mayormente positivos, contrarrestaron solo parcialmente esta tendencia.

Dentro de la región, las bolsas también bajaron en mayor magnitud por la corrección de diversos precios de *commodities* (en particular de los metales básicos). Cabe señalar que la bolsa rusa se recuperó de su retroceso inicial.

Cuadro 7
BOLSAS MUNDIALES*
(En índices)

		Dic.21 (a)	Mar.22 (b)	May.22 (c)	Var. % (c) / (b)	Var. % (c) / (a)
VIX**	S&P 500	17,22	20,56	26,19	5,6	9,0
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	32 977	32 990	0,0	15,6
Estados Unidos	S&P 500	4 766	4 530	4 132	-8,8	-13,3
Alemania	DAX	15 885	14 415	14 388	-0,2	-9,4
Francia	CAC 40	7 153	6 660	6 469	-2,9	-9,6
Italia	FTSE MIB	27 347	25 021	24 505	-2,1	-10,4
España	IBEX 35	8 714	8 445	8 852	4,8	1,6
Grecia	ASE	893	879	891	1,3	-0,3
Reino Unido	FTSE 100	7 385	7 516	7 608	1,2	3,0
Japón	Nikkei 225	28 792	27 821	27 280	-1,9	-5,3
Brasil	Ibovespa	104 822	119 999	111 351	-7,2	6,2
Colombia	COLCAP	1 411	1 616	1 603	-0,8	13,6
Chile	IPSA	4 308	4 937	5 350	8,4	24,2
México	IPC	53 272	56 537	51 753	-8,5	-2,9
Argentina	Merval	83 500	90 960	92 288	1,5	10,5
Perú	Ind. Gral.	21 112	24 916	20 719	-16,8	-1,9
Sudáfrica	JSE	73 709	75 497	72 095	-4,5	-2,2
India	Nifty 50	17 354	17 465	16 585	-5,0	-4,4
Turquía	XU100	1 858	2 233	2 547	14,1	37,1
Rusia	RTS	1 596	1 021	1 208	18,3	-24,3
China	Shanghai C.	3 640	3 252	3 186	-2,0	-12,5
Corea Del Sur	KOSPI	2 978	2 758	2 686	-2,6	-9,8
Indonesia	JCI	6 581	7 071	7 149	1,1	8,6
Tailandia	SET	1 658	1 695	1 663	-1,9	0,3
Malasia	KLCI	1 568	1 587	1 570	-1,1	0,2
Filipinas	Psei	7 123	7 203	6 775	-6,0	-4,9

* Elaborado al 31 de mayo del 2022.

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

Fuente: Reuters.

11. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció frente a las principales divisas por la postura más estricta de la Fed sobre combatir la inflación y la mayor aversión al riesgo en el periodo analizado. Con ello, el euro, la libra esterlina y el yen continuaron con la tendencia a la depreciación del primer trimestre. Destaca el caso del yen, cuya mayor tasa de depreciación se explica por el mantenimiento de políticas monetarias expansivas por parte del Banco de Japón.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de las monedas siguieron la tendencia global, con excepción del rublo ruso, que se recuperó de la caída de inicios del conflicto.

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO*
(En unidades monetarias por dólar, excepto para euro y libra)

		Dic.21 (a)	Mar.22 (b)	May.22 (c)	Var. % **	
					(c) / (b)	(c) / (a)
Indice dólar DXY***	US Dollar Index	95,97	98,31	101,75	3,5	6,0
Euro	Euro	1,137	1,107	1,073	-3,0	-5,6
Reino Unido	Libra	1,353	1,313	1,260	-4,1	-6,9
Japón	Yen	1115,08	121,66	128,68	5,8	11,8
Brasil	Real	5,570	4,739	4,732	-0,2	-15,1
Colombia	Peso	4065	3768	3761	-0,2	-7,5
Chile	Peso	851	786	823	4,8	-3,3
México	Peso	20,49	19,85	19,65	-1,0	-4,1
Argentina	Peso	102,68	111,00	120,19	8,3	17,1
Perú	Sol	3,991	3,680	3,715	1,0	-6,9
Sudáfrica	Rand	15,99	14,60	15,63	7,0	-2,3
India	Rupia	74,47	75,90	77,57	2,2	4,2
Turquía	Lira	13,32	14,67	16,37	11,6	23,0
Rusia	Rublo	74,56	79,25	60,25	-24,0	-19,2
China	Yuan (onshore)	6,352	6,339	6,672	5,2	5,0
Corea Del Sur	Won	1188	1214	1242	2,3	4,6
Indonesia	Rupia	14250	14368	14580	1,5	2,3
Tailandia	Bath	33,23	33,28	34,30	3,1	3,2
Malasia	Ringgit	4,164	4,203	4,377	4,1	5,1
Filipinas	Peso	50,99	51,71	52,44	1,4	2,8

* Elaborado al 31 de mayo de 2022.

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

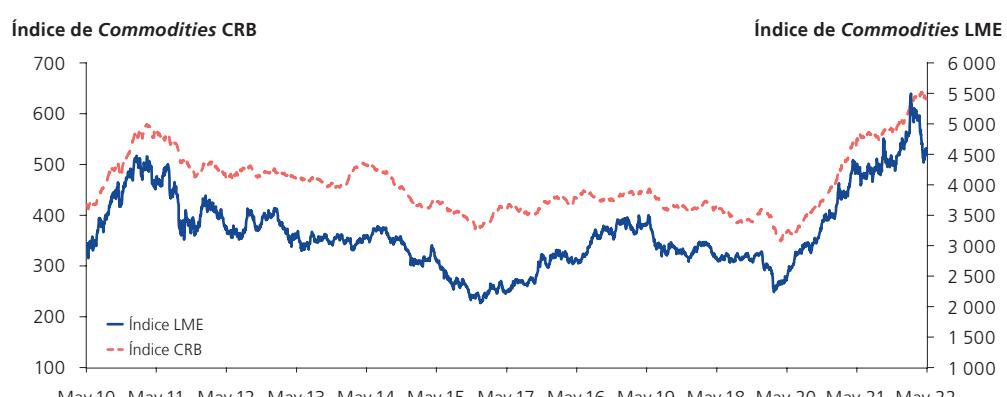
*** Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar frente a la canasta de monedas conformada por el euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Reuters.

Precios de los commodities

12. Los precios de la mayoría de commodities industriales disminuyeron respecto al Reporte de Inflación de marzo. En los últimos meses se acentuaron los temores de un menor dinamismo de China, el principal consumidor de commodities, y las perspectivas de crecimiento global han sido revisadas sostenidamente a la baja. Las expectativas de un retiro más acelerado de los estímulos monetarios por parte de la Fed también afectaron las cotizaciones a través de la apreciación del dólar y la disminución de las posiciones no comerciales en la mayoría de productos.

Gráfico 16
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB





Sin embargo, las cotizaciones encontraron cierto soporte por las restricciones de oferta. Como se ha señalado, estas restricciones se asocian principalmente a las interrupciones en la cadena de suministros, que se han visto exacerbadas por la nueva ola de COVID-19 en China, la guerra en Ucrania y las sanciones a Rusia. En particular, el agravamiento de las tensiones entre Rusia y Ucrania ha tenido, incluso, en el corto plazo, un impacto significativo en productos como granos y energía (donde la participación de estos países en el comercio global es importante). El alza en los precios de la energía, a su vez, ha implicado mayores costos de refinación, que han afectado la oferta de algunos metales.

Cobre

13. En los dos últimos meses la cotización del cobre cayó 8 por ciento, al pasar de US\$/lb 4,64 en marzo a US\$/lb. 4,26 en mayo. Con esta evolución, el precio del cobre revirtió el alza del primer trimestre y acumula en lo que va del año una caída de 2 por ciento.

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

	2018	2019	2020	2021	2020	2023	Var.% 2022/2021	Var.% 2023/2022
Producción Minera Global	20 579	20 630	20 662	21 156	22 246	23 315	5,1%	4,8%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 063	24 088	24 547	24 825	25 883	26 826	4,3%	3,6%
Utilización Global de Refinados	24 462	24 350	24 963	25 264	25 742	26 474	1,9%	2,8%
Balance de Refinados 1/	-399	-262	-415	-439	142	352	--	--

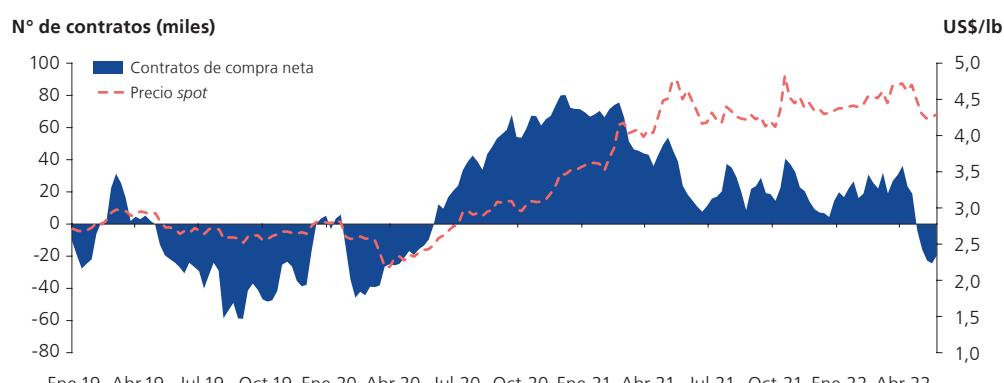
1/ El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.

2/ Reportes del ICSG de mayo de 2022 y Copper Market Forecast 2022/2023

Fuente: ICSG

El precio promedio del cobre disminuyó en los últimos dos meses por el deterioro de las perspectivas de demanda mundial iniciado por la guerra en Ucrania e intensificado por el impacto negativo de la política de tolerancia cero al COVID-19 sobre la demanda de cobre en China (reflejado en la contracción de la actividad industrial a su nivel más bajo desde febrero de 2020). Otros factores que explicaron la caída fueron la apreciación del dólar, en particular frente al yuan, y el aumento de los inventarios del metal en la Bolsa de Metales de Londres.

Gráfico 17
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES



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

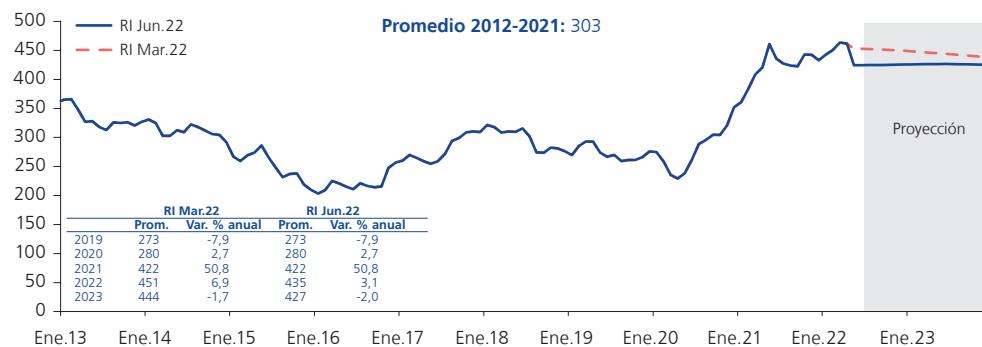
Fuente: Comex.

Estos eventos han coincidido con una contracción de la demanda no comercial. El número de contratos de compra neta no comerciales de cobre se tornaron negativos desde fines de abril, por primera vez desde inicios de junio de 2020, lo que reflejó el cambio en la actitud de los inversionistas especulativos sobre las perspectivas del mercado.

En este sentido, se ha revisado a la baja la proyección del precio del cobre respecto a la estimación del Reporte de Inflación de marzo. Esta revisión refleja el cambio en las perspectivas de crecimiento mundial, en particular de China y la eurozona, así como un aumento en la oferta de concentrados en el horizonte de proyección.

Como factores de incertidumbre se encuentra la marcha futura del conflicto entre Rusia y Ucrania, la evolución del COVID-19 en China y las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales en respuesta a la inflación. Otros factores de incertidumbre incluyen el posible ingreso de nueva capacidad de oferta y las políticas de estímulo que adopte China para impulsar la recuperación de su economía.

Gráfico 18
COBRE: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

14. La cotización internacional promedio del zinc se redujo a US\$/lb. 1,73 en mayo de 2022, nivel 4 por ciento menor al registrado en marzo de 2022, pero aún 11 por ciento por encima del nivel de diciembre de 2021. Cabe enfatizar el retroceso del zinc en las últimas semanas, luego que el 19 de abril la cotización alcanzara un máximo desde diciembre de 2006.

Los factores que explican las presiones a la baja son similares a los factores que impactan la cotización del cobre. Sin embargo, en el caso del zinc, el mercado se encuentra afectado por las mayores restricciones de oferta debidas a la menor producción de refinados, tras el impacto de los altos precios de la energía sobre los costos de producción. Los altos precios de la energía, apoyados además por el conflicto en Ucrania, han afectado especialmente a Europa (región que representa alrededor del 15 por ciento de la capacidad global de refinación). Asimismo, se registran retrasos en la nueva línea de producción de concentrados. En este contexto, el Grupo de Estudio Internacional del Zinc y el Plomo

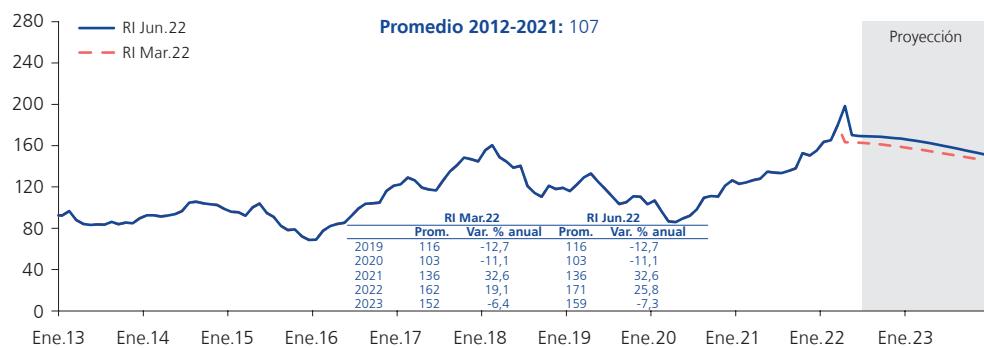




(ILZSG por sus siglas en inglés) estima que el mercado global de zinc registrará un déficit de oferta por segundo año consecutivo.

En línea con esta evolución, se prevé que el precio del zinc se corrija a la baja en el horizonte de proyección, pero presentes niveles ligeramente mayores a los observados en el Reporte de Inflación de marzo. Se espera que la oferta continúe ajustada en los próximos meses. Sin embargo, es posible que, en el mediano plazo, la normalización de la producción y el aumento de la oferta de mina generen presiones a la baja en el precio. El principal factor de incertidumbre en esta proyección radica en la evolución futura de los precios de la energía, los cuales pueden resultar presionados al alza si Europa establece sanciones al consumo de petróleo y gas ruso, similares a las impuestas por Estados Unidos.

Gráfico 19
ZINC: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Oro

15. En mayo la cotización promedio del oro fue US\$/oz.tr. 1 849,5 por ciento menor a la de marzo, pero mayor en 3 por ciento respecto a diciembre de 2021.

El precio del oro disminuyó por la menor demanda de los inversionistas asociada al inicio del retiro del estímulo monetario de la Fed, que llevó a un fortalecimiento del dólar a nivel global. Así, en mayo se observó una reducción importante en las tenencias de oro por parte de los fondos cotizados (*Exchange-Traded Funds* o ETF) luego de la fuerte demanda observada en el primer trimestre (por la mayor demanda de activos seguros a raíz de la guerra en Ucrania). En esta tendencia también influyó la desaceleración de China que redujo la demanda de joyas, lingotes y monedas.

Sin embargo, se revisa ligeramente al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de marzo para 2023, considerando los factores de riesgo a futuro. Los principales factores de incertidumbre son la evolución de la inflación en las economías desarrolladas, el ritmo de reducción del estímulo de la Fed y los eventos geopolíticos (en particular los vinculados al conflicto entre Rusia y Ucrania).



Fuente: Reuters y BCRP.

Gas

16. En el mercado de **gas natural**, las cotizaciones mostraron una evolución diferenciada según el mercado. Las cotizaciones correspondientes a los mercados de Europa (*UK BNP*) y Asia (*Japan Korean market*)—que entre marzo de 2021 y marzo de 2022 subieron 530 y 472 por ciento, respectivamente— revirtieron la tendencia al alza y disminuyeron en los dos últimos meses (71 y 39 por ciento, respectivamente). Por el contrario, la cotización promedio del gas natural *Henry Hub* aumentó 66 por ciento respecto a marzo. Cabe señalar que los precios en los mercados de Europa y Asia se mantienen muy por encima de los que se registran en el mercado norteamericano.

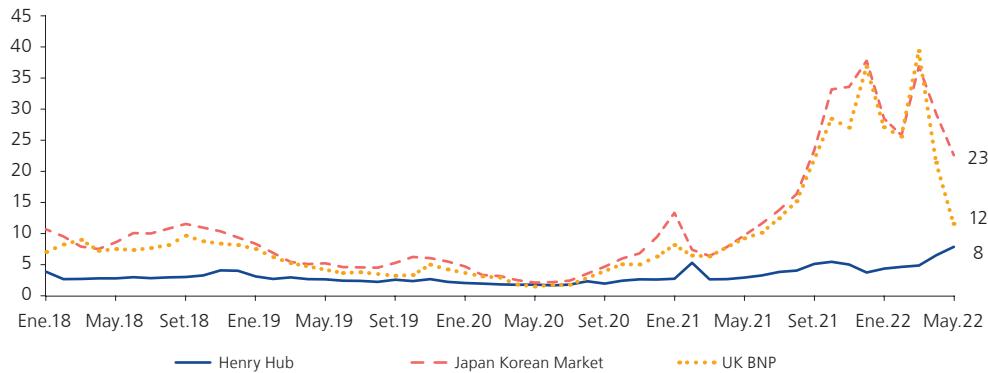
El precio del gas natural *Henry Hub* aumentó por la mayor demanda externa de gas estadounidense debido a la creciente escasez de oferta en el mercado mundial, reflejada en la dificultad para reponer los inventarios en las principales regiones consumidoras. Los inventarios en Estados Unidos se ubican por debajo del nivel que tenían en 2021 y del promedio de los últimos cinco años, debido a las mayores exportaciones de GNL hacia Europa. Adicionalmente, la dificultad de ampliar la capacidad de carbón en Estados Unidos impide la sustitución del consumo de gas natural. A ello se sumaron las paralizaciones temporales de la producción en Estados Unidos por las heladas en algunas regiones.

La evolución en Europa contrasta marcadamente con la de los Estados Unidos. Los precios en dicha región han disminuido, favorecidos por una reducción del consumo debido al cambio de estación y la decisión de la Unión Europea de buscar otras fuentes de suministro, entre las que se encuentran las importaciones récord de GNL desde Estados Unidos. Ello ha compensado los cortes parciales de gas natural a Rusia (a través de Ucrania) y ha permitido recuperar los inventarios luego de la fuerte caída de 2021. Sin embargo, los precios se mantienen en niveles por encima de los registrados hace un año.





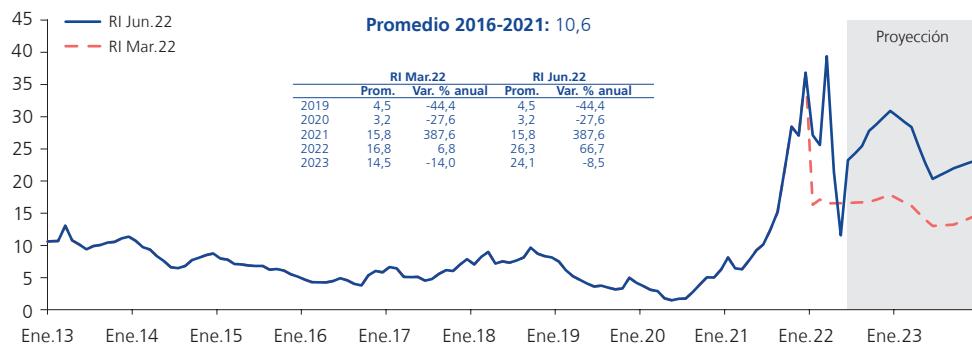
Gráfico 21
COTIZACIONES INTERNACIONALES DE GAS NATURAL
(US\$/Mbtu)



Fuente: Reuters.

Para el horizonte de proyección, el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado al alza, en línea con un mercado global más ajustado que el previsto en el Reporte de marzo. En el caso del precio del gas correspondiente al mercado europeo, se prevé que esté presionado al alza en el corto plazo por los eventos geopolíticos recientes, aunque el escenario de proyección asume una gradual normalización en el abastecimiento de Europa durante 2023. Cabe señalar que la cotización del gas natural del Reino Unido es más volátil en parte por tratarse de un mercado menos líquido que el mercado norteamericano (Henry Hub).

Gráfico 22
GAS NATURAL REINO UNIDO: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/Mbtu)



Fuente: Reuters y BCRP.

En tal sentido, el agravamiento de las tensiones geopolíticas permanece como el principal factor de incertidumbre.

Petróleo

17. En mayo de 2022 la cotización promedio del **petróleo WTI** aumentó 1 por ciento respecto a marzo de 2022, alcanzando un promedio mensual de US\$/br. 110. Con ello, acumuló un incremento de 53 por ciento respecto a diciembre de 2021.

El precio del petróleo aumentó ligeramente desde los ya elevados niveles del Reporte de Inflación previo, debido principalmente al impacto de las sanciones a Rusia, especialmente al sector energético, que es su principal motor económico. Entre las principales sanciones impuestas por las economías occidentales se encuentran la prohibición de exportar tecnología petrolífera y energética a Rusia, así como una serie de medidas financieras que dificultan la importación de petróleo desde ese país. A ello se sumaron las dificultades de la OPEP+ para cumplir con sus objetivos de producción anunciados. Incluso, dichos compromisos, que no se vienen cumpliendo, suponían un aumento gradual de la producción por debajo de lo que esperaban los países consumidores para equilibrar el mercado. Estos eventos se tradujeron en la caída de los inventarios mundiales de petróleo a sus niveles más bajos desde abril de 2014.

Cabe destacar que las presiones alcistas en la cotización del petróleo fueron limitadas por los crecientes temores de menor crecimiento económico global debido tanto a las estrictas restricciones impuestas por China para controlar los brotes de COVID-19, como por el impacto de una política monetaria de la Fed más restrictiva a lo inicialmente previsto.

Para el horizonte de proyección, se prevé una reducción del precio, aunque en niveles por encima de lo estimado en el Reporte de Inflación de marzo. Los precios disminuirán a medida que las tensiones entre Occidente y Rusia se reduzcan y continúe la normalización hacia los niveles previos a la pandemia. El reciente anuncio de los países miembros de la OPEP+ de incrementar la extracción de crudo en 648 000 barriles diarios en julio y agosto es también un factor tomado en cuenta en la corrección de los precios. Sin embargo, existen elevados niveles de incertidumbre como resultado de una variedad de componentes, entre los que se incluyen las sanciones que afectan la producción de petróleo en Rusia, la velocidad a la que los productores de petróleo y gas natural de los Estados Unidos aumentan su producción y el probable retorno de una parte de la producción de Irán y Venezuela.

Gráfico 23
PETRÓLEO WTI: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/bl)



Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

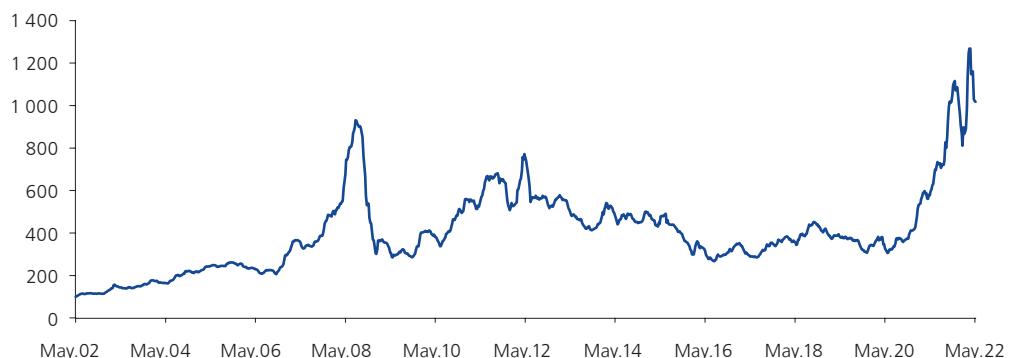
18. Los precios de los alimentos acentuaron su tendencia al alza y alcanzaron máximos históricos. La guerra en Ucrania ha significado un fuerte impacto en la oferta global de trigo, maíz y aceites vegetales debido al retiro de un volumen importante de estos alimentos





del mercado mundial. El mercado de granos ya venía ajustado por el impacto negativo del Fenómeno La Niña sobre las cosechas en los principales mercados de exportación, así como por el aumento de los precios del petróleo, el alza en los precios de los fertilizantes y los cuellos de botella en la cadena de suministros. Esto último dificulta que los agricultores obtengan insumos, repuestos y equipo en los tiempos y cantidades necesarios para el proceso productivo y eleva el costo de los cultivos.

Gráfico 24
PRECIOS DE FERTILIZANTES DE GREEN MARKETS NORTH AMERICA
(Índice, 07 Ene.2002 = 100)



Fuente: Reuters.

La menor oferta de alimentos ha llevado a que muchos países impongan restricciones a sus exportaciones de alimentos, lo cual ha exacerbado las presiones al alza en los precios. La probabilidad de una crisis alimentaria a nivel global está considerada dentro de los riesgos a la baja en el crecimiento global.

- (a) El precio del **maíz** se incrementó 7 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 304 en mayo de 2022, luego de acumular un incremento de 33 por ciento respecto a diciembre de 2021.

El precio del maíz aumentó debido a un mercado global todavía ajustado y a los temores que generó el clima seco en Sudamérica en el primer trimestre del año. Estas presiones al alza en los precios se intensificaron con la invasión rusa de Ucrania, que creó incertidumbre sobre la duración de la ausencia de Ucrania en el mercado mundial. A ello se sumó la caída sustancial de la siembra en Ucrania para la temporada 2022/23, lo que aumentó la probabilidad de una crisis de suministro incluso después del final de la guerra. También se sumaron a las presiones alcistas las perspectivas de un área sembrada menor a la esperada en Estados Unidos por el retraso de las siembras afectadas por el clima adverso.

Otro factor que explicó el alza de la cotización del maíz fue el temor de que el aumento de los costos de los fertilizantes restringiera las decisiones de siembra del ciclo 2022/23. A ello se sumaron los elevados precios del petróleo (lo cual mejoró los márgenes de ganancia de la industria del etanol) y el incremento del precio del trigo que opera como grano sustituto en la industria de alimentación del ganado.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz para 2022 y 2023. El mercado mundial continúa ajustado y con los inventarios de los principales países exportadores en niveles históricamente bajos (a pesar de la recuperación en la temporada 2021/22).

Los principales riesgos al alza en la cotización son la continuación del Fenómeno La Niña más allá de lo esperado y que el conflicto entre Rusia y Ucrania se prolongue y afecte por más tiempo la producción de este último país. La proyección enfrenta una elevada incertidumbre, pues se desconocen los daños a la infraestructura en Ucrania, incluidas las instalaciones de almacenamiento de granos, y se ignora si se podrán exportar los inventarios acumulados durante el conflicto.

**Gráfico 25
MAÍZ: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023**
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** aumentó 18 por ciento, alcanzando en mayo de 2022 un promedio mensual de US\$/TM 480. Con ello, la cotización del trigo acumuló un incremento de 35 por ciento respecto a diciembre de 2021.

El incremento del precio del trigo se acentuó en los últimos meses por el choque de oferta ocasionado por la guerra en Ucrania. Existe el riesgo de que el conflicto entre Rusia y Ucrania ocasione una interrupción significativa del comercio mundial. Según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés), la participación de ambos países en las exportaciones mundiales disminuirá de 28 por ciento en el ciclo 2020/2021 a 24 por ciento en la próxima campaña 2022/2023. Antes del conflicto, los inventarios de trigo de los principales países exportadores ya eran ajustados, en especial en Estados Unidos, donde el cultivo fue afectado por la sequía. La próxima campaña comienza con temores de interrupciones adicionales en el comercio, luego de que el gobierno de India prohibió las exportaciones de trigo para hacer frente al impacto negativo de un clima extremadamente cálido y seco. Adicionalmente, las condiciones del cultivo de trigo de invierno en Estados Unidos y en partes de Europa se ha deteriorado

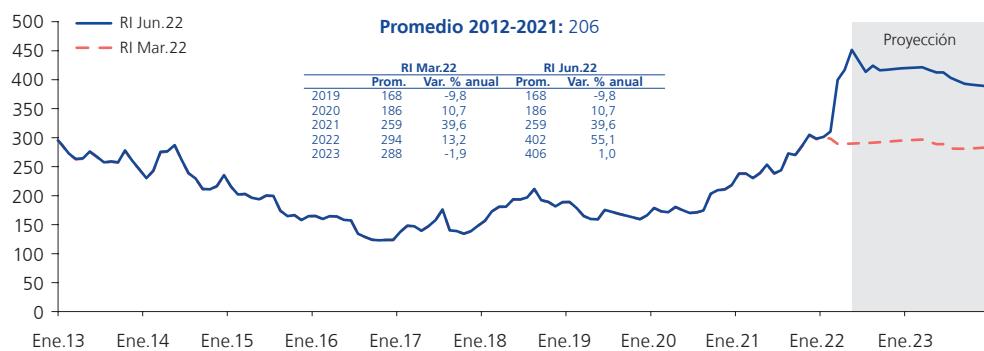




por el clima adverso, mientras que la siembra de trigo de primavera en Estados Unidos se ha retrasado.

Es posible que el precio del trigo continúe presionado por estos factores y, adicionalmente, por los inventarios ajustados y por los altos precios de los granos sustitutos (como maíz y soya) usados como alimento para el ganado. En línea con ello, se revisa al alza la proyección del precio del trigo, respecto al Reporte de Inflación previo.

Gráfico 26
TRIGO: ENERO 2013 - DICIEMBRE 2023
(US\$/TM)

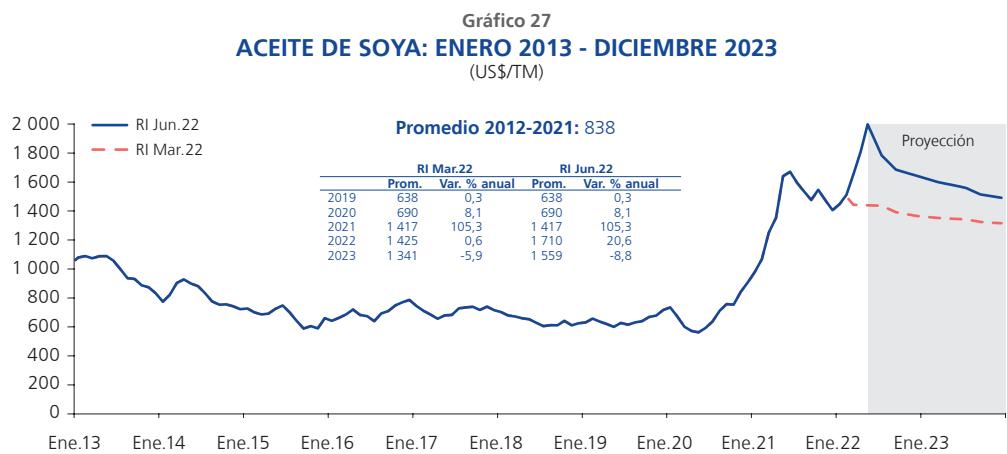


Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) En mayo, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 1 961, mayor en 16 por ciento respecto al nivel del Reporte de Inflación anterior. Este comportamiento refuerza la tendencia al alza del primer trimestre, acumulando un incremento de 39 por ciento respecto a diciembre de 2021.

La cotización del aceite de soya registró un incremento importante en los últimos dos meses debido a un aumento de la demanda mundial en reemplazo de otros aceites vegetales. En primer lugar, la guerra en Ucrania generó escasez de aceite de girasol (Rusia y Ucrania representan alrededor del 50 por ciento de la producción mundial) y el gobierno de Indonesia introdujo restricciones a las exportaciones de aceite de palma. Adicionalmente, los elevados precios del petróleo mejoraron los márgenes en la industria del biodiesel, lo que impulsó la demanda de este producto en Estados Unidos y Brasil.

La cotización del aceite de soya ya había aumentado de manera importante a inicios de año por el temor que generó la sequía en Sudamérica. Las crecientes preocupaciones por La Niña en América Latina ocasionaron las rebajas de los pronósticos de producción para Brasil, Argentina y Paraguay, países que, según el USDA, en conjunto explican el 57 por ciento de las exportaciones mundiales del grano de soya y el 59 por ciento de las exportaciones mundiales de aceite de soya en el ciclo 2021/22.



Fuente: Reuters y BCRP.

Considerando esta evolución reciente, se proyecta que los precios coticen por encima de la estimación del Reporte anterior. La principal incertidumbre en esta proyección radica en el precio del petróleo, las medidas proteccionistas de los países productores y el impacto del clima sobre la siembra en Estados Unidos.





II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

19. La **balanza en cuenta corriente** anualizada pasó de un déficit de 2,3 por ciento del PBI al cierre de 2021 a uno de 3,0 por ciento al primer trimestre de 2022. Esta evolución reflejó: (i) las mayores utilidades de empresas con IDE en el país, resultado de las altas cotizaciones de los *commodities*; (ii) el mayor valor de las importaciones, asociado al crecimiento de la demanda interna y de las cotizaciones de alimentos, combustibles e insumos industriales, así como la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros; y (iii) la ampliación del déficit por servicios explicada por los elevados costos de los fletes, acentuados por los confinamientos en China. Estos factores compensaron el mayor valor de los productos embarcados, principalmente tradicionales, así como la recuperación de las remesas del exterior.

Se espera que los factores mencionados anteriormente conlleven a un déficit en cuenta corriente equivalente a 3,4 por ciento del PBI en 2022. La proyección incorpora, por un lado, la menor producción minera y los mayores precios de importación por la persistencia de los choques de oferta (problemas en la cadena de suministro, conflicto geopolítico y rebrotes del COVID-19). Para 2023, se prevé una reducción del déficit a 1,1 por ciento del producto, tras la corrección del costo de los fletes y de los precios de importación. Este nivel inferior de déficit sería inferior al promedio histórico (2,5 por ciento).

Gráfico 28
CUENTA CORRIENTE: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

20. El déficit en cuenta corriente de algunos países de la región se ha ampliado entre 2020 y el primer trimestre de 2022. Destacan los casos de Chile y Colombia, cuyas cuentas externas han presentado una dinámica similar a las del Perú: mayores pagos de utilidades a empresas con IDE (particularmente del sector minero y petrolero), ampliación del déficit de servicios por transporte de carga y aumento del valor de las importaciones, tras la fuerte recuperación de la demanda interna.

Cuadro 10
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
 (Anualizada, en % del PBI)

	2019	2020	2021	1T22*	2022**
Brasil	-3,5	-1,7	-1,7	-1,6	0,3
Chile	-5,2	-1,7	-6,6	-7,3	-4,6
Colombia	-4,6	-3,4	-5,7	-6,3	-4,7
México	-0,3	2,5	-0,4	-0,2	-1,0
Perú	-0,7	1,2	-2,3	3,0	-3,4

* Cuenta corriente acumulada de los últimos 4 trimestres al primer trimestre de 2022, excepto para Brasil, para el cual se calcula el acumulado últimos 12 meses a febrero 2022.

** Proyección. Para Brasil, se aproxima utilizando las proyecciones del banco central en miles de millones de dólares para la cuenta corriente y el crecimiento de 2022 para el PBI.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

21. La **cuenta financiera** del primer trimestre de 2022 mostró una entrada neta de capitales de US\$ 1 127 millones, equivalente a 2,0 por ciento del PBI. Esta evolución fue explicada por la expansión del financiamiento de largo plazo del sector privado, principalmente por la mayor inversión directa extranjera (IDE) asociada a la reinversión de utilidades. Estos flujos de entrada fueron limitados por las ventas de bonos soberanos adquiridos por no residentes y por las compras de activos externos netos de corto plazo.

Para 2022 se estima una mayor inversión directa, principalmente por reinversión de utilidades, y ventas de activos externos de cartera por parte de las AFP, relacionado al nuevo retiro de los fondos de pensiones aprobado recientemente. Asimismo, se incorporan las adquisiciones de activos externos de corto plazo observadas en lo que va del año, tanto de empresas bancarias como del sector no financiero. Para 2023 se asume una recuperación más gradual de la inversión en activos externos, así como mayores desembolsos de préstamos de largo plazo.

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

	2021	2022*			2023*	
		I Trim.22	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-5 273	-3 235	-3 955	-8 571	-1 533	-3 025
Porcentaje del PBI	-2,3	-5,7	-1,6	-3,4	-0,6	-1,1
1. Balanza comercial	14 833	4 150	16 395	13 441	17 847	14 521
a. Exportaciones	63 151	16 950	71 104	71 147	74 671	74 330
De las cuales:						
i) Tradicionales	46 585	12 492	52 729	52 074	54 916	53 687
ii) No Tradicionales	16 373	4 402	18 151	18 813	19 569	20 427
b. Importaciones	48 317	12 801	54 709	57 707	56 824	59 810
2. Servicios	-7 347	-2 151	-8 054	-8 993	-6 716	-7 609
3. Ingreso primario (renta de factores)	-18 127	-6 551	-16 683	-18 354	-16 931	-15 507
4. I ingreso secundario (transferencias)	5 367	1 317	4 387	5 336	4 267	5 571
Del cual: Remesas del exterior	3 592	927	3 735	3 758	3 885	3 882
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-15 627	-1 127	-3 954	-7 223	-1 534	-3 025
1. Sector privado	-37	-1 543	-875	-5 293	42	-1 449
a. Largo plazo	-16 675	-5 811	-875	-6 957	42	-1 449
b. Corto plazo	16 638	4 268	0	1 664	0	0
2. Sector público 2/	-15 590	416	-3 079	-1 931	-1 575	-1 575
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-5 944	-438	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	4 410	-2 547	0	-1 347	0	0
IV= (I+II) - II = (1-2)						
1. Variación del saldo de RIN	3 789	-3 172	0	-1 972	0	0
2. Efecto valuación	-622	-625	0	-625	0	0

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

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

Ri: Reporte de Inflación.

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

Fuente: BCRP.





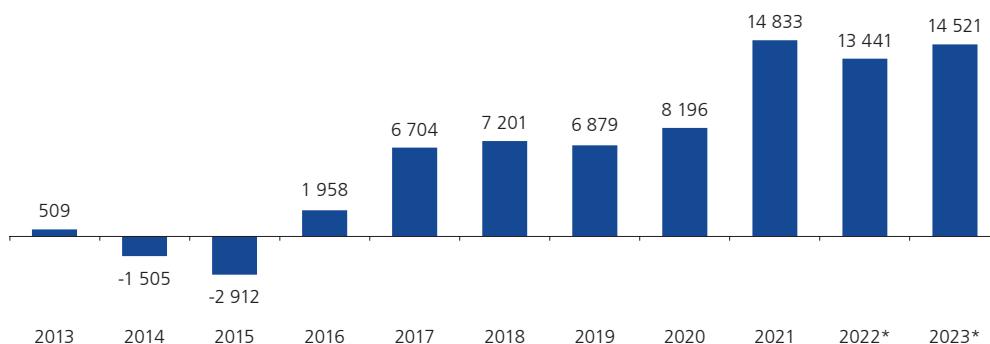
El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó US\$ 4 150 millones en el primer trimestre de 2022, monto superior en US\$ 1 382 millones al registrado en el mismo periodo de 2021 (US\$ 2 767 millones). El incremento interanual respondió al aumento de las exportaciones, de US\$ 13 648 millones a US\$ 16 950 millones. Por su parte, las importaciones se incrementaron de US\$ 10 881 millones a US\$ 12 801 millones.

Con esta evolución se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de US\$ 13,4 mil millones en 2022 y de US\$ 14,5 mil millones en 2023, montos inferiores a lo previsto en el Reporte de marzo. La actual proyección incorpora un mayor incremento de los precios promedio de importación en 2022, principalmente de alimentos, petróleo e insumos industriales. Si bien se asume una corrección gradual de las cotizaciones desde 2023, se espera que el nivel de los precios permanezca alto con relación a 2021.

La proyección de los **volúmenes exportados** en 2022 incorpora un menor crecimiento de los productos tradicionales (cobre, oro, zinc y petróleo, principalmente), siguiendo la proyección de la producción primaria local. Hacia 2023 los volúmenes embarcados se recuperarían respecto al año previo, destacando los tradicionales mineros (cobre y oro) y la mayoría de las categorías de productos no tradicionales. La proyección incorpora la entrada en operación de Quellaveco desde 2022. Por su parte, los **volúmenes importados** esperados para 2022 y 2023 están en línea con la proyección de la demanda interna.

Se espera que los **precios de exportación** promedio de 2022 sean más altos que los previstos en marzo, resultado de las presiones al alza registradas en algunos *commodities*, dentro de los cuales destaca el gas natural. Se estima que hacia el final del horizonte de proyección los precios promedio de los productos embarcados moderen su tendencia alcista. Por su parte, los **precios de importación** se revisan al alza en 2022, siguiendo la evolución creciente del precio del petróleo, los principales alimentos (maíz, trigo y soya) y los insumos industriales, acentuada por las tensiones geopolíticas tras la invasión de Ucrania y factores climáticos adversos. Se prevé que hacia 2023 los **precios de importación** empiecen una reversión gradual, con una caída de 1,6 por ciento respecto al año previo.

Gráfico 29
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2013-2023
(Millones de US\$)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

22. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 16 950 millones en el primer trimestre de 2022, cifra superior en US\$ 3 302 millones (24,2 por ciento) con respecto al valor de igual periodo de 2021. Esto se debe al mayor valor de los envíos de productos tradicionales (23,9 por ciento interanual), como mineros y gas natural, y al aumento interanual de 25,0 por ciento en el valor de los embarques de productos no tradicionales. La expansión anual del valor de las exportaciones se explica en mayor magnitud por el incremento de 16,1 por ciento en el precio promedio de productos embarcados ante el alza de la cotización de los *commodities*, resultado de un mercado global ajustado, el encarecimiento del costo de la energía y el conflicto entre Rusia y Ucrania. El mayor incremento de precios de exportación se registró en productos tradicionales (18,6 por ciento), especialmente gas natural, café, petróleo crudo y derivados y productos mineros como el zinc. En menor medida, sumó al crecimiento del valor de las exportaciones el aumento de 7,0 por ciento en el volumen embarcado, particularmente de productos no tradicionales (minería no metálica y productos agropecuarios, siderometalúrgicos y textiles).

Se espera que el crecimiento del valor de las exportaciones en 2022 se mantenga respecto a la proyección del Reporte previo. Por un lado, se prevén mayores precios de productos tradicionales, principalmente gas natural, petróleo crudo y derivados, café, zinc y oro. Esta revisión está en línea con un mercado ajustado en algunos metales, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, un conflicto más prolongado entre Rusia y Ucrania y los altos costos de la energía. Por otra parte, los volúmenes de exportación se revisan a la baja, consistentes con la menor producción primaria proyectada.

Para 2023 se espera un menor crecimiento del valor de las exportaciones tradicionales respecto al del Reporte previo, principalmente por la corrección en los precios de los *commodities*.

23. Las **importaciones** sumaron US\$ 12 801 millones en el primer trimestre de 2022, lo que representó un incremento de US\$ 1 920 millones (17,6 por ciento) con respecto a igual período de 2021. Esta evolución está en línea con el crecimiento de la demanda interna y con el alza del precio internacional del petróleo, de los insumos industriales y de los granos acentuado tras la guerra en Ucrania. Los precios de importación promedio se elevaron en 17,9 por ciento.

Cuadro 12
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2021	2022*		2023*	
		I Trim.	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22
1. Valor:					
Exportaciones	47,2	24,2	12,7	12,7	5,0
Productos tradicionales	55,2	23,9	13,3	11,8	4,1
Productos no tradicionales	28,2	25,0	10,9	14,9	7,8
Importaciones	39,2	17,6	13,3	19,4	3,9
					3,6
2. Volumen:					
Exportaciones	12,9	7,0	5,7	4,3	5,9
Productos tradicionales	10,5	4,4	5,5	3,2	6,4
Productos no tradicionales	20,2	14,9	6,4	7,3	5,0
Importaciones	19,4	-0,2	4,7	3,6	5,4
					5,3
3. Precio:					
Exportaciones	30,3	16,1	6,6	8,0	-0,9
Productos tradicionales	40,5	18,6	7,3	8,3	-2,1
Productos no tradicionales	6,7	8,8	4,2	7,1	2,7
Importaciones	16,6	17,9	8,1	15,3	-1,5
					-1,6

* Proyección.

Fuente: BCRP.



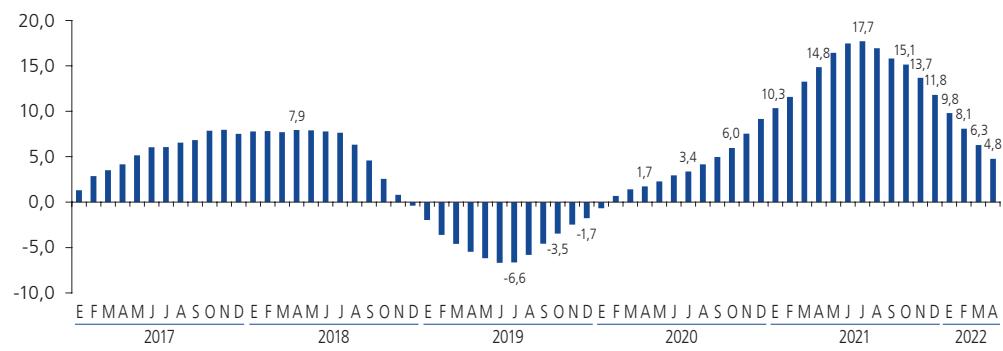


Se espera que estas condiciones se mantengan en 2022 y se prevé una ligera corrección de los precios en 2023, aunque probablemente los niveles permanezcan altos respecto a los observados en 2021.

Términos de intercambio

24. Los **términos de intercambio** de bienes cayeron 1,5 por ciento interanual en el primer trimestre de 2022 debido a la mayor alza de los precios de importación—principalmente de petróleo, insumos industriales y alimentos—respecto al aumento de los precios de exportación. Los precios de los alimentos (principalmente maíz, trigo y aceite de soya) enfrentaron presiones al alza debido a factores climáticos que redujeron la oferta, aunado al incremento del precio del petróleo y a la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania. Si bien las cotizaciones de metales y del gas natural se encarecieron por problemas de oferta, los temores de una desaceleración mundial derivados de la guerra y el confinamiento en China limitaron la tendencia.

Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual acumulada 12 meses)



Fuente: BCRP.

Para **2022** se prevé un retroceso de 6,3 por ciento en los términos de intercambio, mayor que lo proyectado en el Reporte de marzo (-1,4 por ciento). Esta evolución es resultado de la revisión al alza de los precios de importación, liderado por el incremento de granos como el trigo y maíz, así como de las cotizaciones de petróleo.

Los precios promedio de exportación también se revisan al alza, debido principalmente a la mayor proyección de la cotización del gas natural. Para el horizonte de proyección, el precio promedio del gas natural *National Balancing Point* (indicador del precio para Reino Unido, destino principal de exportación), se ha revisado al alza, respecto a lo esperado en el Reporte de marzo, en línea con un mercado más ajustado a nivel global. Si bien se prevé que los precios de la energía estén presionados al alza en el corto plazo por los eventos geopolíticos recientes, el escenario de proyección asume una normalización gradual.

Se proyecta una revisión a la baja de algunos metales como el plomo y el cobre—este último por un aumento en la oferta de concentrados—asociada a los temores de un menor dinamismo del principal consumidor de *commodities* y las perspectivas de crecimiento global revisadas sostenidamente a la baja. Sin embargo, la cotización del zinc halló cierto soporte en el alza de los precios de la energía (mayor costo de refinación), lo que limitaría la oferta. Por su parte, se espera que el oro siga una evolución ligeramente al alza en línea con los principales factores de incertidumbre global: el ritmo del retiro del estímulo por parte de la Fed, la evolución de la inflación en las economías desarrolladas y el desarrollo del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Asimismo, los precios de importación de alimentos (principalmente trigo), petróleo y fertilizantes se revisan al alza por el agravamiento de las tensiones geopolíticas, que permanecen como el principal factor de incertidumbre, seguido por problemas de oferta, como el clima adverso (en el caso de los alimentos) y la menor producción de la OPEP+. Por último, es posible que los precios de los insumos industriales sigan afectados por las interrupciones en la cadena de suministros, que se han exacerbado por la nueva ola de COVID-19 en China.

Se proyecta que la variación de los términos de intercambio en **2023** sea nula, en contraste con la tasa de recuperación de 0,6 por ciento prevista en el Reporte previo. Se espera que los precios de la mayoría de *commodities* (metales, granos y petróleo) se corrijan gradualmente en la medida que se disipen los problemas de oferta, se normalicen las condiciones climáticas y finalice el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Cuadro 13
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2021-2023

	2021	2022*			2023*	
		I Trim	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	<u>11,8</u>	<u>-1,5</u>	<u>-1,4</u>	<u>-6,3</u>	<u>0,6</u>	<u>0,0</u>
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	<u>30,3</u>	<u>16,1</u>	<u>6,6</u>	<u>8,0</u>	<u>-0,9</u>	<u>-1,6</u>
Cobre (ctv US\$ por libra)	422	453	451	435	444	427
Zinc (ctv US\$ por libra)	136	170	162	171	152	159
Plomo (ctv US\$ por libra)	100	106	104	100	101	97
Oro (US\$ por onza)	1799	1874	1861	1870	1892	1900
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	<u>16,6</u>	<u>17,9</u>	<u>8,1</u>	<u>15,3</u>	<u>-1,5</u>	<u>-1,6</u>
Petróleo (US\$ por barril)	68	94	86	101	77	89
Trigo (US\$ por TM)	259	337	294	402	288	406
Maíz (US\$ por TM)	226	256	244	288	230	278

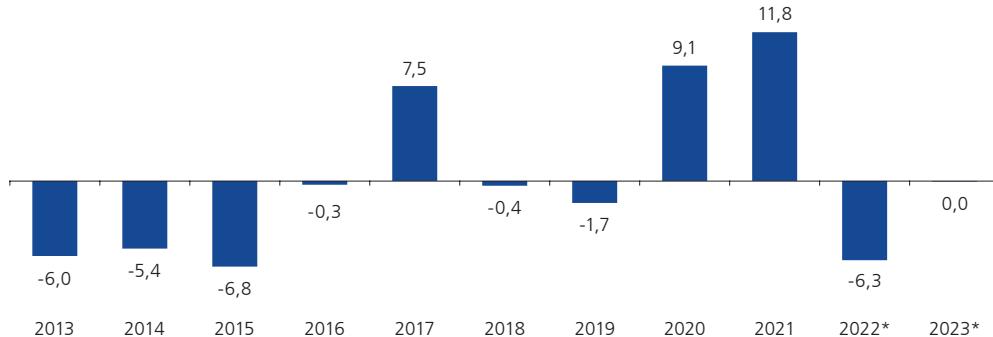
* Proyección.

Fuente: BCRP.





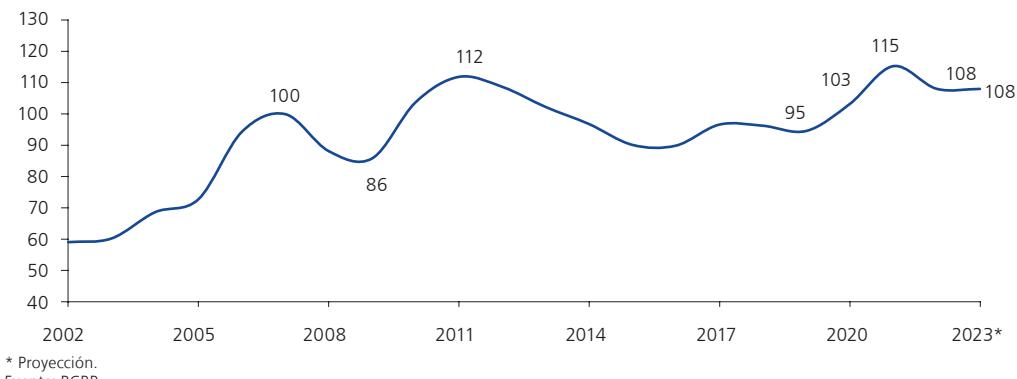
Gráfico 31
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2013-2023
(Variación porcentual promedio anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Con la proyección actual, el nivel promedio de los términos de intercambio entre 2021 y 2023 continuaría siendo el más alto luego del observado en 2011.

Gráfico 32
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2023
(Índice 100 = 2007)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Financiamiento externo

25. El **financiamiento externo de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 5 811 millones en el primer trimestre de 2022, mayor en US\$ 910 millones al observado en igual periodo del año anterior. El resultado se explica por los mayores flujos de inversión directa extranjera y de préstamos netos de largo plazo. Por el lado de los activos, se observó una mayor inversión de cartera en el exterior.

En la cuenta financiera de largo plazo del sector privado en 2022, se esperan mayores niveles de IDE y préstamos netos de largo plazo respecto al Reporte previo. Contribuye a esta proyección la reducción esperada en el flujo neto de inversiones de cartera en el exterior de las AFP (con la finalidad de atender el último retiro autorizado). Por otro

lado, la actual proyección incorpora el incremento de activos externos de corto plazo observadas en lo que va del año, tanto de la banca como del sector no financiero.

Para 2023 también se proyecta una mayor posición deudora neta de la cuenta financiera privada de largo plazo, puesto que se asume un ritmo de recuperación más gradual de la inversión de cartera en el exterior por parte de las AFP, así como mayores desembolsos de préstamos de largo plazo.

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

	2021	2022*			2023*	
		I Trim.22	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
SECTOR PRIVADO (A + B)	-37	-1 543	-875	-5 293	42	-1 449
Porcentaje del PBI	0,0	-2,7	-0,4	-2,1	0,0	-0,5
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	-16 675	-5 811	-875	-6 957	42	-1 449
1. ACTIVOS	-8 731	180	2 616	-1 063	3 991	3 286
Inversión directa	1 735	-39	-4	324	-3	144
Inversión de cartera 2/	-10 466	219	2 620	-1 387	3 995	3 142
2. PASIVOS 3/	7 944	5 991	3 491	5 894	3 949	4 735
Inversión directa	7 455	5 606	6 037	7 239	6 422	6 445
Inversión de cartera 4/	1 097	-361	1 000	593	930	1 078
Préstamos de largo plazo	-608	746	-3 545	-1 938	-3 403	-2 789
B. CORTO PLAZO	16 638	4 268	0	1 664	0	0

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

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

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

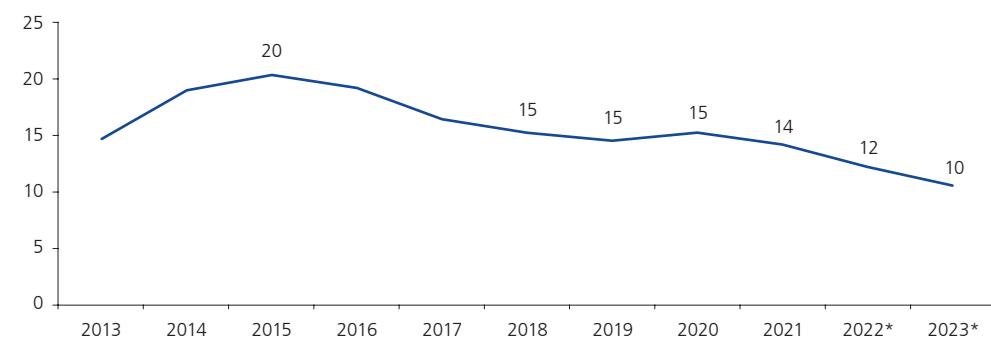
4/ Considera la compra neta de acciones por no residentes a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), registrada por CAVALI. Incluye bonos y similares.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Se prevé que el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector privado pase de 14 por ciento en 2021 a 10 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 10 años.

Gráfico 33
SALDO DE DEUDA EXTERNA
DE MEDIANO Y LARGO PLAZO PRIVADA: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Fuente: BCRP.





26. El **financiamiento externo del sector público** fue negativo en US\$ 416 millones en el primer trimestre de 2022, menor en US\$ 5 952 millones al observado en igual período del año previo. El flujo del periodo se explica, principalmente, por la venta de bonos soberanos por parte de no residentes (US\$ 406 millones), debido a la incertidumbre política y el anuncio del nuevo retiro de fondos de pensiones y, en menor medida, por las mayores amortizaciones (US\$ 136 millones). El menor financiamiento respecto al primer trimestre de 2021 se debe a que en este último periodo se realizaron emisiones de bonos globales, en dólares por US\$ 4 000 millones y en euros por € 825 millones.

Se espera que el requerimiento de financiamiento externo del sector público disminuya en el horizonte de proyección, en línea con la reducción del déficit fiscal. En comparación al Reporte previo, la cuenta financiera pública de 2022 incorpora una menor inversión de cartera, debido a la reducción del flujo de compra de bonos soberanos por parte de no residentes. Asimismo, se proyecta un aumento de préstamos netos con organismos internacionales.

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

	2021	2022*			2023*	
		I Trim.22	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
I. ACTIVOS	57	-32	88	-103	140	140
II. PASIVOS (1 + 2 + 3) 2/	15 647	-448	3 167	1 828	1 715	1 715
1. Inversión de cartera	11 481	-473	3 417	751	2 030	1 530
Emisiones	11 172	0	1 500	600	500	0
Amortizaciones	0	-136	-136	-627	-650	-650
Otras operaciones (a - b) 3/	310	-337	2 053	778	2 180	2 180
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	-316	-406	2 000	668	2 180	2 180
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-626	-69	-53	-110	0	0
2. Préstamos	2 354	25	-250	1 077	-315	185
Desembolsos	2 789	120	807	2 137	741	1 241
Amortizaciones	-435	-95	-1 057	-1 060	-1 056	-1 056
3. BCRP: otras operaciones 4/	1 811	0	0	0	0	0
III. TOTAL (I - II)	-15 590	416	-3 079	-1 931	-1 575	-1 575

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

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

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

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

* Proyección

Fuente: BCRP.

27. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales con relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos más el déficit en cuenta corriente. Adicionalmente, el Perú cuenta desde el 27 de mayo de 2022 con un acuerdo sucesorio de la línea de crédito flexible (FCL) del FMI, de acceso contingente hasta por aproximadamente US\$ 5,4 mil millones. El acuerdo busca fortalecer la resistencia de la economía frente a la incertidumbre mundial en el contexto de la pandemia, el conflicto entre Rusia y Ucrania y las condiciones financieras internacionales más restrictivas que han venido afectando la actividad económica y la inflación a nivel global.

Cuadro 16
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2017	2018	2019	2020	2021*	2022*	2023*
Reservas Internacionales como porcentaje de:							
a. PBI	29,5	26,5	29,4	36,3	34,8	30,5	28,0
b. Deuda externa de corto plazo 1/	413	343	498	543	529	489	489
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	367	295	444	657	390	316	410

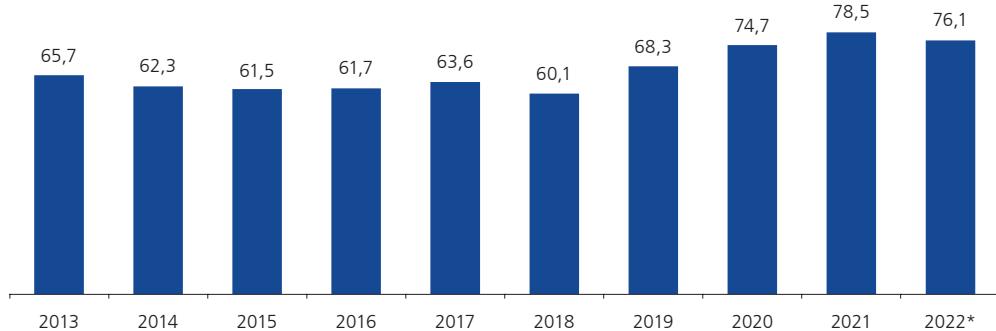
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

28. Al cierre de mayo, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han disminuido en US\$ 2 341 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 76 155 millones. Este resultado se atribuye, en mayor magnitud, a operaciones cambiarias de US\$ 2 546 millones con el sector público (de los cuales US\$ 1 493 millones corresponden a ventas para constitución del Fondo de Estabilización Fiscal, FEF) y ventas netas en mesa de US\$ 800 millones, dirigidas a mitigar la volatilidad del tipo de cambio. Ello fue compensado con el incremento de US\$ 1 352 millones de los depósitos del sector público en el BCRP, sumado a US\$ 290 millones de depósitos de intermediarios financieros.

Gráfico 34
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2013 - 2022
(Miles de millones de US\$)



* Al 31 de mayo.

Fuente: BCRP.





III. Actividad económica

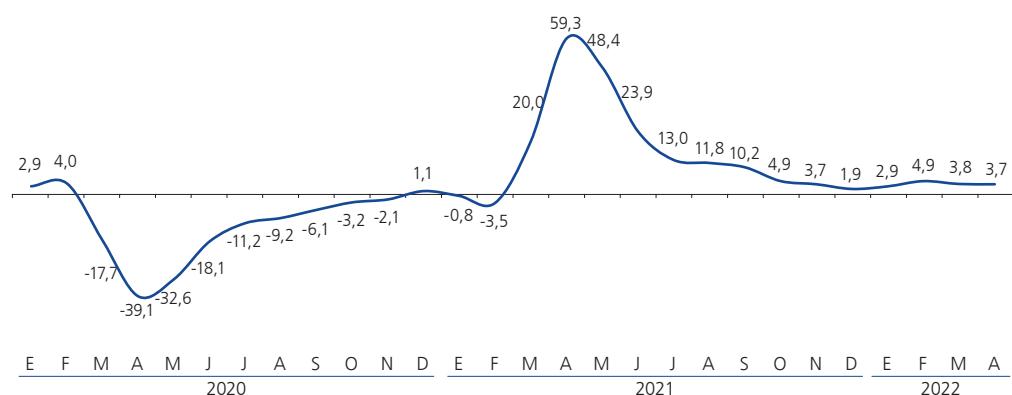
PBI sectorial

29. La actividad económica del primer trimestre de 2022 registró un incremento interanual de 3,8 por ciento explicado por una baja base comparativa y por la flexibilización de las medidas sanitarias tras el avance del proceso de vacunación local y global. A pesar de la incertidumbre política y su impacto negativo sobre las expectativas acerca del futuro de la economía, la evolución del PBI mensual muestra un crecimiento continuo desde marzo de 2021.

El crecimiento del primer trimestre del año está explicado por el dinamismo de sectores no primarios como manufactura no primaria y servicios (especialmente los relacionados a restaurantes). El sector construcción disminuyó 0,5 por ciento en un contexto de menor inversión pública y de normalización de los hábitos de gasto de los hogares.

La tasa de expansión del trimestre estuvo limitada por la contracción del PBI primario, como resultado de la caída de los sectores minería, manufactura primaria y pesca. La producción del sector minería se contrajo por paralizaciones y problemas sociales en algunas de las principales minas. En tanto, el sector pesca se vio afectado por la menor captura para consumo humano, lo cual afectó a su vez a la manufactura, especialmente por la menor elaboración y conservación de pescado, crustáceos y moluscos.

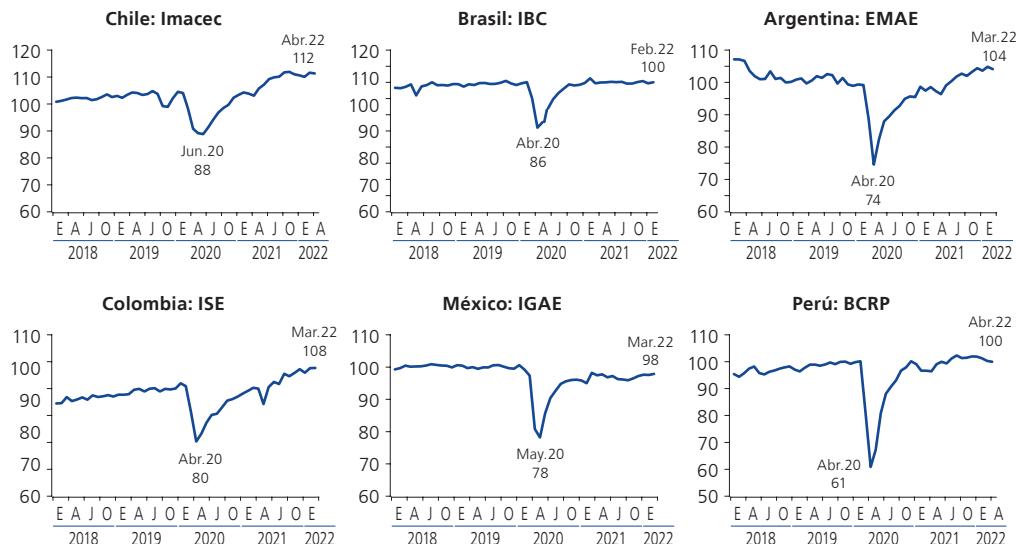
Gráfico 35
PBI REAL
(Variación porcentual anual)



Fuente: BCRP e INEI.

30. Desde agosto de 2021 el índice desestacionalizado del PBI se ha mantenido por encima de su nivel previo a la pandemia (cuarto trimestre de 2019). No obstante, en los cuatro últimos meses el indicador ha registrado tasas de crecimiento negativas. Así, en abril se contrae 0,3 por ciento respecto al mes previo, ubicándose 0,3 por ciento por encima del nivel registrado antes de la crisis.

Gráfico 36
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LA REGIÓN
(Base 100 = IVT.19)



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

Cuadro 17
PBI REAL
(Variación % anual)

	2021				2022
	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre
Alemania	-2,7	10,4	2,9	1,8	3,8
Francia	1,8	19,2	3,0	4,9	4,5
Italia	-0,7	17,0	3,9	6,2	6,2
España	-4,1	17,8	3,5	5,5	6,4
Países Bajos	-2,2	10,7	5,4	6,5	7,0
Reino Unido	-5,0	24,5	6,9	6,6	8,7
Estados Unidos	0,5	12,2	4,9	5,5	3,5
Argentina*	2,9	17,9	11,9	8,6	6,2
Brasil	1,3	12,3	4,0	1,6	1,7
Chile	0,0	18,9	17,2	12,0	7,2
Colombia	0,8	17,5	13,5	10,8	8,5
México	-3,8	19,9	4,5	1,1	1,8
Perú	4,5	42,0	11,6	3,4	3,8

* El dato del primer trimestre de 2021 es estimado a partir de índices mensuales de actividad.
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

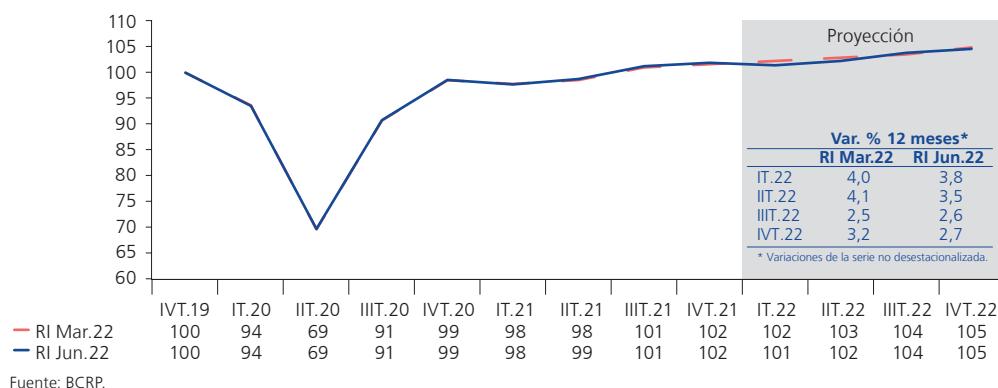
31. Se espera que la economía crezca 3,1 por ciento en 2022, tasa menor a la proyectada en el Reporte previo (3,4 por ciento), por una revisión a la baja en la producción de los sectores primarios, especialmente minería metálica (por el impacto negativo de los conflictos sociales) y agricultura (por el impacto del mayor precio de los fertilizantes en la producción orientada al mercado interno).





Para los próximos meses se espera la llegada de un lote significativo de vacunas para administrar la tercera y cuarta dosis a la población mayor de 12 y 50 años, respectivamente. Se prevé que el avance del proceso de vacunación y la recuperación del mercado laboral continúen dinamizando la actividad económica en lo que resta del primer semestre, particularmente en los sectores de comercio y servicios. Asimismo, este año se prevén condiciones normales para la pesca y se espera la entrada en operación del proyecto Quellaveco. Todo ello impulsaría la recuperación de la producción primaria en el segundo semestre.

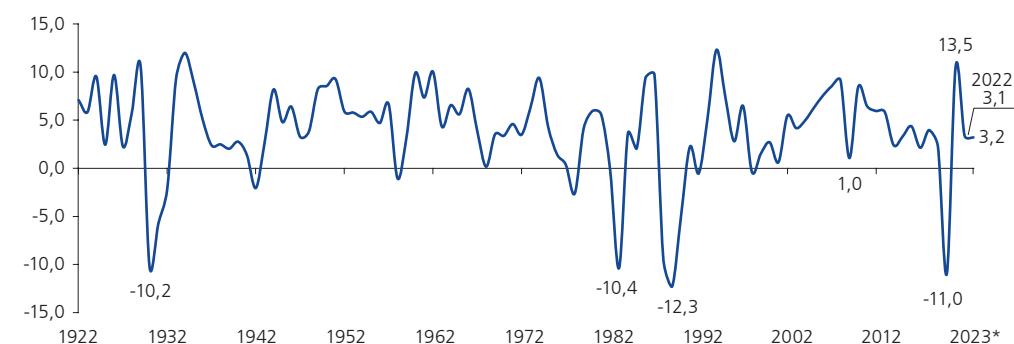
Gráfico 37
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2022
(Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100)



Fuente: BCRP.

32. Se proyecta que la economía crezca 3,2 por ciento en 2023, tras la normalización de la producción primaria. La proyección actual asume un ambiente adecuado de negocios, en el que la preservación de la estabilidad macroeconómica y financiera estimule la ejecución de proyectos de inversión y la creación de nuevos puestos de trabajo (que, a su vez, impulsen la expansión de la actividad no primaria). De acuerdo con el ritmo de recuperación previsto, se espera que las actividades relacionadas al turismo y restaurantes alcancen sus niveles previos a la crisis en 2023.

Gráfico 38
PBI TOTAL, 1922-2023
(Variación % anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2021	2022*			2023*	
		Ene-Abr	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
PBI primario	5,8	-0,6	5,3	3,4	5,8	5,8
Agropecuario	4,2	4,0	2,7	2,4	2,8	2,4
Pesca	2,8	-28,8	4,4	3,1	4,4	4,4
Minería metálica	9,8	-1,6	5,9	2,9	8,4	8,4
Hidrocarburos	-4,6	15,0	13,4	12,5	4,0	4,7
Manufactura	3,2	-9,2	4,1	2,4	3,5	4,6
PBI no primario	15,7	5,0	2,9	3,1	2,5	2,5
Manufactura	25,2	6,0	1,4	2,4	3,3	3,3
Electricidad y agua	8,5	3,2	2,3	2,3	5,0	5,0
Construcción	34,5	0,9	0,5	0,5	2,5	2,5
Comercio	17,8	5,1	2,4	2,6	2,5	2,5
Servicios	11,9	5,3	3,7	3,7	2,3	2,3
Producto Bruto Interno	13,5	3,8	3,4	3,1	3,2	3,2

RI: Reporte de Inflación

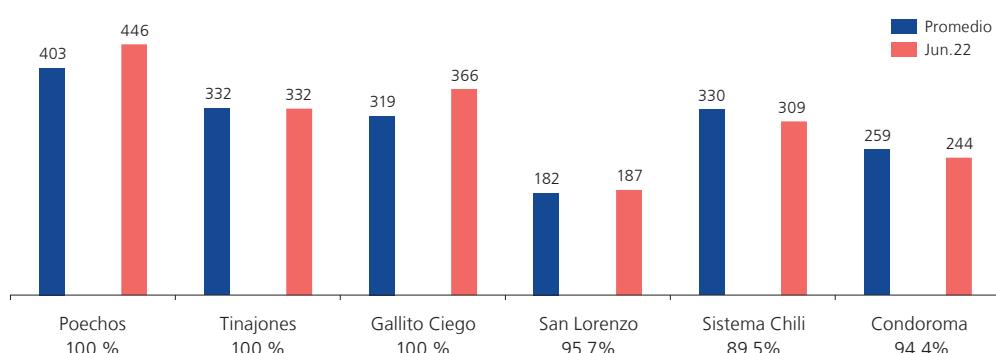
*Los dos últimas columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual.

Fuente: BCRP.

- a) Al primer trimestre de 2022, el **sector agropecuario** acumuló un crecimiento de 3,7 por ciento. Por el lado agrícola, se observaron condiciones climáticas más favorables que en la campaña anterior, que estimularon las siembras de corto período vegetativo (papa, arroz y maíz) y permitieron mayores rendimientos de cultivos semipermanentes (plátano) y permanentes (limón). También contribuyó positivamente el desarrollo de mayores cosechas de productos destinados al mercado externo (arándano, uva, palta y cacao). Por el lado pecuario, se registró una mayor producción de carne de ave.

Al 3 de junio, el almacenamiento de agua respecto al promedio de los últimos cinco años es mayor en varios reservorios del país (Poechos, Gallito Ciego, San Lorenzo). Además, la disponibilidad de agua es elevada respecto a su capacidad de volumen útil total, lo cual favorece a las siembras que se realicen en el corto plazo.

Gráfico 39
VOLUMEN ALMACENADO DE PRINCIPALES RESERVORIOS 1/
(MMC)



Fuente: Autoridad Nacional del Agua (ANA).



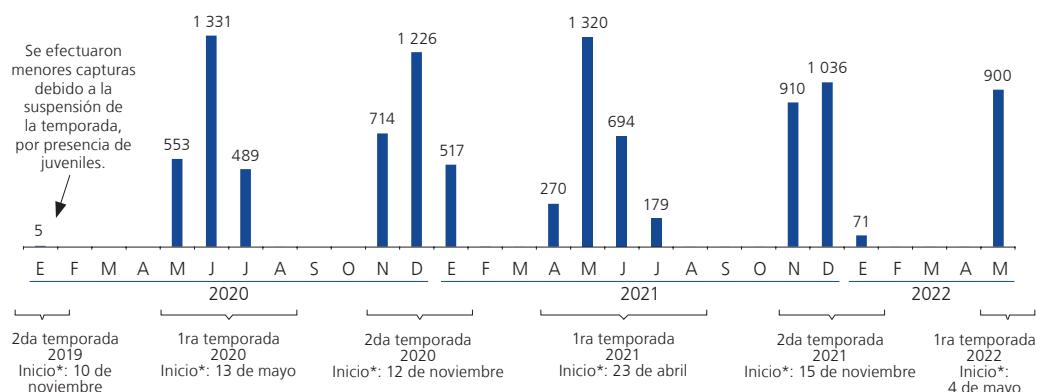


En este Reporte se ajusta a la baja la proyección agrícola de **2022**, por el impacto del alza del precio de los fertilizantes en los principales productos orientados al mercado interno: papa, arroz, cebolla, tomate, arveja, haba, limón y caña de azúcar.

Para **2023** también se revisa a la baja la proyección del sector agropecuario, de 2,8 a 2,4 por ciento, por el impacto del alza del precio de los fertilizantes sobre la producción, principalmente en los cultivos conducidos por pequeños productores de alimentos: papa, arroz, tomate, limón, arveja y haba verde.

- b) El **sector pesca** disminuyó 26,2 por ciento interanual en el primer trimestre de 2022, principalmente por la menor captura destinada a consumo humano directo (14,1 por ciento), explicada por la suspensión de la pesca de bonito y jurel por el cumplimiento de cuotas trimestrales y anuales, respectivamente. También contribuyó al resultado del trimestre la menor pesca de anchoveta en enero, durante la segunda temporada de la zona norte-centro.

Gráfico 40
EXTRACCIÓN DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL ZONA NORTE-CENTRO
(Miles de toneladas)



* Fecha de inicio de pesca exploratoria en las temporadas que hubo.

**Información al 30 de mayo.

Fuente: IMARPE, Ministerio de Producción.

El 4 de mayo inició la pesca exploratoria de la primera temporada de anchoveta de la zona norte-centro 2022 con una cuota de 2,8 millones de toneladas métricas (cuota de 2,5 millones en la primera temporada de 2021). Según el Instituto del Mar del Perú (IMARPE), al 30 de mayo se ha capturado alrededor del 35 por ciento de la cuota (0,9 millones de TM). Respecto a los 27 primeros días de la primera temporada del año anterior, representó una captura inferior en 15 por ciento.

Se espera que la actividad del sector aumente 3,1 por ciento en 2022 y 4,4 por ciento en 2023, tasas consistentes con condiciones climáticas normales y campañas de anchoveta históricamente promedio.

- c) En el primer trimestre de **2022**, el sector de **minería metálica** se redujo 0,6 por ciento por la menor extracción de: (i) zinc (-11,8 por ciento), principalmente por la menor producción de la Compañía Minera Los Quenuales, ante el agotamiento de la unidad de Icaycruz; (ii) plata (-6,6 por ciento), por la menor producción de Buenaventura, ante la suspensión de operaciones de la unidad de Uchucchacua por

la implementación de medidas para mejorar la eficiencia operativa; y (iii) hierro (-1,1 por ciento) por una huelga del sindicato de trabajadores de Shougang. Asimismo, se redujo la producción de plomo (-3,9 por ciento) y oro (-2,1 por ciento).

Por otro lado, el aumento de la producción de cobre (3,0 por ciento) se debió a que la mayor extracción de Mina Justa (que inició operaciones en el tercer trimestre de 2021) compensó la menor producción de Southern (afectada por la paralización de la unidad de Cuajone a causa de problemas con las comunidades).

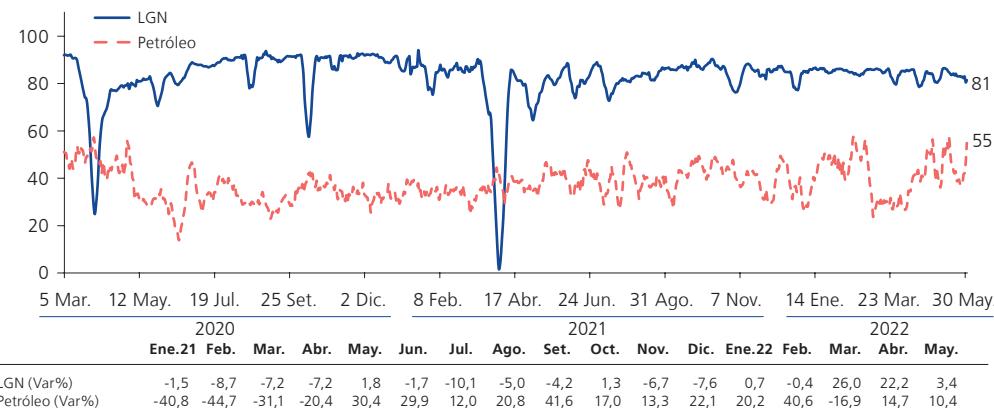
El segundo trimestre de 2022 se vio impactado negativamente por los constantes bloqueos de las comunidades, destacando el caso de Las Bambas, lo cual se reflejó en el consumo de electricidad de las empresas.

En **2022** se espera que la producción del sector de minería metálica crezca 2,9 por ciento, por la mayor producción de Mina Justa, Constancia (Pampacancha) y la entrada en operación del proyecto de Quellaveco. La revisión de la proyección corresponde principalmente a la desaceleración esperada en el primer semestre del año. En **2023** se espera que el sector aumente 8,4 por ciento por la mayor producción de Quellaveco.

- d) La actividad del sector **hidrocarburos** en el primer trimestre de 2022 registró un crecimiento de 11,6 por ciento respecto a similar periodo de 2021, por la mayor extracción en todos sus componentes. La mayor producción de petróleo (13,9 por ciento) se debe a la extracción más elevada del lote 95. Asimismo, la producción de gas natural y líquidos de gas natural se incrementó en 16,9 y 7,7 por ciento, respectivamente, especialmente por la mayor extracción del lote 88 (mercado interno) y de los lotes 56 y 57 (mercado externo).

En lo que va del segundo trimestre de 2022 la producción de petróleo fue favorecida por la perforación de nuevos pozos en el lote 95. Por otro lado, los lotes 192 y 8 continúan paralizados. Mientras tanto, en comparación al mismo trimestre de 2021, la extracción de gas natural y líquidos de gas natural se incrementó por la mayor demanda interna y por el efecto estadístico del año previo (asociado al mantenimiento realizado en los lotes 56 y 57).

Gráfico 41
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles diarios, promedio móvil 7 días)



Fuente: Perupetro.

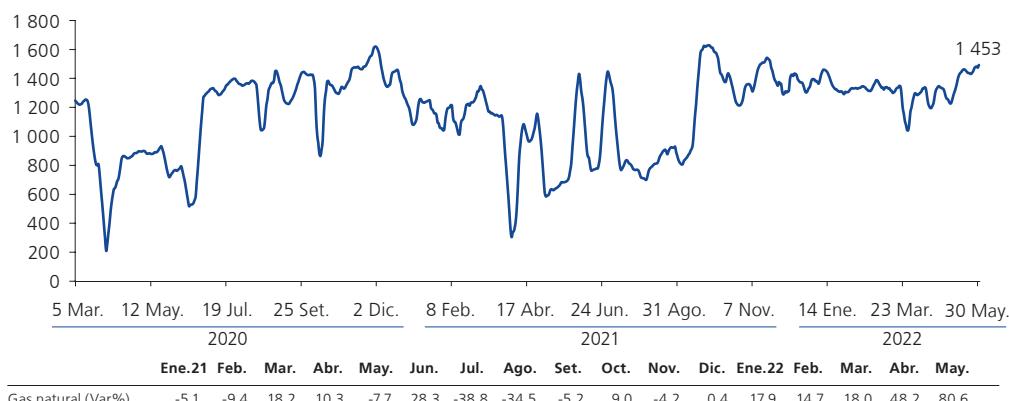




Gráfico 42

PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL

(Millones de pies cúbicos diarios, promedio móvil 7 días)



Fuente: Perupetro.

Para **2022** se espera que el sector crezca 12,5 por ciento, debido a una normalización en la producción de gas natural y líquidos de gas natural, así como por la mayor extracción esperada de petróleo. Finalmente, para **2023** se espera que el sector crezca 4,7 por ciento, cifra asociada a una normalización de la producción de petróleo.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** descendió 8,5 por ciento en el primer trimestre de 2022, principalmente a causa del descenso en la producción de harina y aceite de pescado (por la menor captura de anchoveta durante el trimestre) y de conservas y congelados de pescado (por la menor captura de pota y bonito).

Se revisa a la baja la proyección de crecimiento del subsector en **2022**, de 4,1 por ciento a 2,4 por ciento, principalmente por la menor refinación esperada de petróleo (asociada a la paralización parcial de Repsol y al inicio progresivo de las operaciones de la nueva refinería de Talara). Contribuye también la menor refinación proyectada de metales como consecuencia de los conflictos sociales mineros. Se espera un incremento interanual de 4,6 por ciento en **2023**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** aumentó 5,6 por ciento en el primer trimestre de 2022. Este incremento se debió a la mayor producción de bienes orientados a la inversión y al mercado externo, así como de insumos. Entre los primeros destacó el crecimiento de productos metálicos, cemento, pintura y laca, y servicios industriales. Entre los segundos aumentó principalmente la producción de tejidos y artículos de punto, prendas de vestir, e hilados y tejidos. Entre los últimos destacó el incremento de explosivos y esencias, envases de papel y cartón, caucho, y harina de trigo.

Se prevé que la recuperación de la manufactura no primaria prosiga en **2022** con un crecimiento de 2,4 por ciento, ubicándose por encima de los niveles previos a la pandemia. Asimismo, se espera un crecimiento de 3,3 por ciento para **2023**.

- g) La actividad del sector **construcción** disminuyó 0,5 por ciento en el primer trimestre de 2022 debido principalmente a la menor ejecución de obras públicas (-9,9 por ciento), lo que fue compensado por la autoconstrucción y la continuación de obras

privadas. Durante este periodo, el consumo interno de cemento, principal indicador de la actividad del sector, aumentó 1,3 por ciento respecto al primer trimestre de 2021.

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

- h) Durante el primer trimestre de 2022 el sector **comercio** creció 5,9 por ciento, en línea con las mayores ventas de todas las ramas, dadas las menores restricciones operativas en comparación a 2021. El comercio mayorista creció 6,2 por ciento; el minorista en 3,4 por ciento; y la venta y reparación de vehículos en 12,1 por ciento.

En **2022 y 2023**, se espera que la actividad del sector se incremente 2,6 y 2,5 por ciento, respectivamente.

- i) El sector **servicios** creció 5,4 por ciento en los tres primeros meses del año, superando el nivel de prepandemia (2019). La recuperación del sector se vio impulsada por la eliminación de toques de queda, mayores aforos en los establecimientos y la vacunación masiva.

El crecimiento del sector en el trimestre se debió al mayor dinamismo en las ramas de (i) telecomunicaciones (4,1 por ciento), por la continua necesidad de realizar actividades remotas; (ii) administración pública (3,8 por ciento); (iii) alojamiento y restaurantes (49,4 por ciento), por las menores restricciones de aforos y horarios en los establecimientos de comida; y (v) transporte y almacenamiento (12,4 por ciento), por el mayor transporte aéreo y terrestre de pasajeros, ante la disminución de las restricciones de traslado.

Para **2022** se espera un crecimiento del sector de 3,7 por ciento. Esta proyección considera una prolongación del impacto de la pandemia sobre las ramas ligadas al turismo, como transporte, restaurantes y alojamiento. Para **2023** se espera que el sector crezca 2,4 por ciento y que los sectores relacionados al sector turismo alcancen los niveles prepandemia.

PBI gasto

33. Por el lado del gasto, el crecimiento del primer trimestre de 2022 se atribuye al avance de la campaña de vacunación y la flexibilización de las restricciones sanitarias respecto a un año atrás, lo que permitió una mejor evolución del consumo privado. Sin embargo, este resultado fue atenuado por la contracción de la inversión pública y la desaceleración de la inversión privada causadas por los bajos niveles de confianza de los empresarios y el menor dinamismo de la autoconstrucción. En tanto, las exportaciones aceleraron su ritmo de crecimiento, impulsadas por los mayores envíos de bienes al exterior. No obstante, el turismo receptivo, principal componente de las exportaciones de servicios, continuó por debajo de sus niveles previos a la crisis.

El proceso de vacunación continuó acelerándose en los últimos meses. En este contexto, del 31 de marzo de 2022 al 31 de mayo de 2022 la cantidad de personas que recibieron las dos primeras dosis de la vacuna contra el COVID-19 se incrementó de 26,2 millones a 27,4 millones (83 por ciento de la población), mientras que el número de personas con





la tercera dosis de refuerzo aumentó de 13,1 millones a 17,6 millones (62 por ciento de la población mayor a 12 años). Asimismo, el 2 de abril comenzó la administración de la cuarta dosis para los adultos mayores de 70 años en Lima Metropolitana y El Callao. Con ello, los indicadores de incidencia de COVID-19 se mantuvieron en niveles bajos en los últimos meses, lo cual ha permitido la eliminación de ciertas restricciones sanitarias.

De esta manera, en febrero el Gobierno habilitó los aforos al 100 por ciento para centros comerciales, centros de esparcimiento e instituciones. Adicionalmente, se eliminó el horario de toque de queda a nivel nacional y en marzo comenzó el retorno a clases de manera semipresencial. Asimismo, en abril se restableció el aforo del transporte público al 100 por ciento, mientras que en mayo el uso de mascarillas dejó de ser obligatorio en lugares abiertos. Esto ha permitido el acceso a un mayor número de bienes y servicios y la aceleración de la dinámica de las ventas. Sin embargo, cabe resaltar que se implementaron nuevas medidas, como la presentación del carné de vacunación con las tres dosis registradas para ingresar a establecimientos públicos y privados para mayores de 18 años desde abril.

En el horizonte de proyección, se prevé que la actividad económica crezca 3,1 por ciento, tasa menor a la presentada en el Reporte previo (3,4 por ciento). Esto se debe al menor dinamismo de las exportaciones (como consecuencia de la desaceleración del crecimiento global y del menor crecimiento de la producción minera por los conflictos con las comunidades) y de la inversión pública (por los menores gastos de respuesta al COVID-19 y de reactivación registrados a abril). Durante la segunda mitad del año se espera que la inversión pública se recupere ligeramente y que el consumo privado continúe expandiéndose, apoyado en la normalización de los hábitos de gasto, la recuperación del empleo y la disponibilidad de fuentes de ingresos adicionales (disponibilidad de CTS y retiros de AFP). La inversión privada se mantendrá en niveles similares al año previo, en un contexto de bajas expectativas empresariales y menor dinamismo de la autoconstrucción. Se estima que el PBI se incremente 3,2 por ciento en 2023, ritmo igual al esperado en el Reporte anterior.

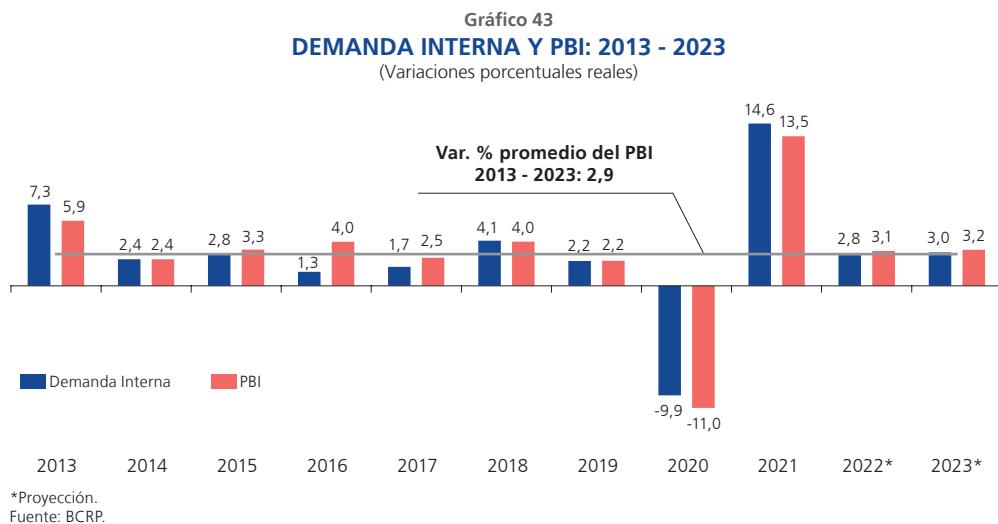
Cuadro 19
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2021	2022*			2023*	
		I Trim.	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
Demanda interna	14,6	2,1	3,0	2,8	3,0	3,0
Consumo privado	11,7	6,9	4,1	4,1	3,5	3,5
Consumo público	10,6	11,3	1,5	1,5	2,0	2,0
Inversión privada	37,4	0,8	0,0	0,0	2,0	2,0
Inversión pública	24,9	-13,7	4,0	2,1	1,6	1,6
Var. de inventarios (contribución)	-2,2	-3,4	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exportaciones	13,7	8,9	7,5	6,1	7,6	7,7
Importaciones	18,6	1,7	5,6	4,5	6,7	6,7
Producto Bruto Interno	13,5	3,8	3,4	3,1	3,2	3,2
Nota:						
Gasto público	14,0	5,2	2,1	1,6	1,9	1,9
Demandा interna sin inventarios	16,6	5,3	2,9	2,8	2,9	2,9

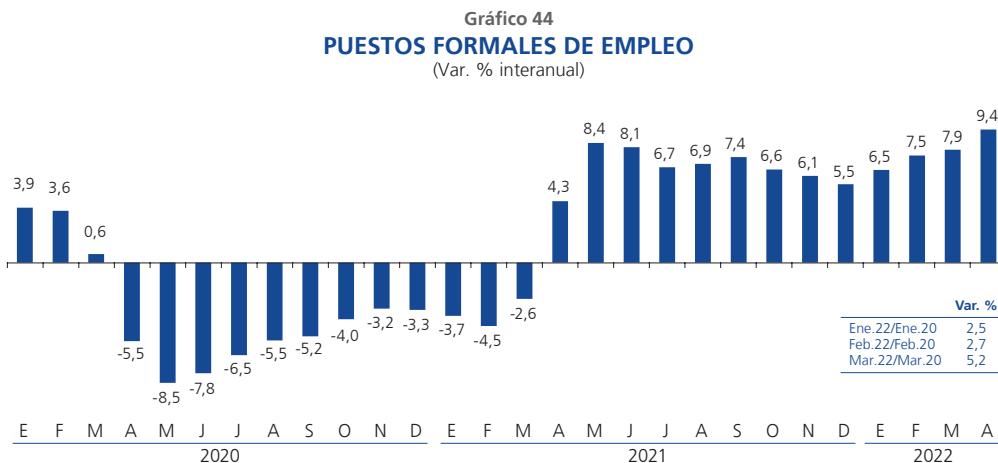
RI: Reporte de Inflación

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

Fuente: BCRP



34. Los indicadores del **consumo privado**, exceptuando las importaciones de bienes duraderos, crecieron sostenidamente en abril y mayo, impulsados por la normalización del gasto de los hogares y la aceleración de la dinámica de las ventas. Esto es explicado por la flexibilización de las medidas sanitarias y el avance de la campaña de vacunación.
- a) Los puestos formales de empleo continuaron incrementándose a medida que se han atenuado las medidas sanitarias de contención contra la pandemia. Así, en abril se incrementaron 9,4 por ciento interanual.



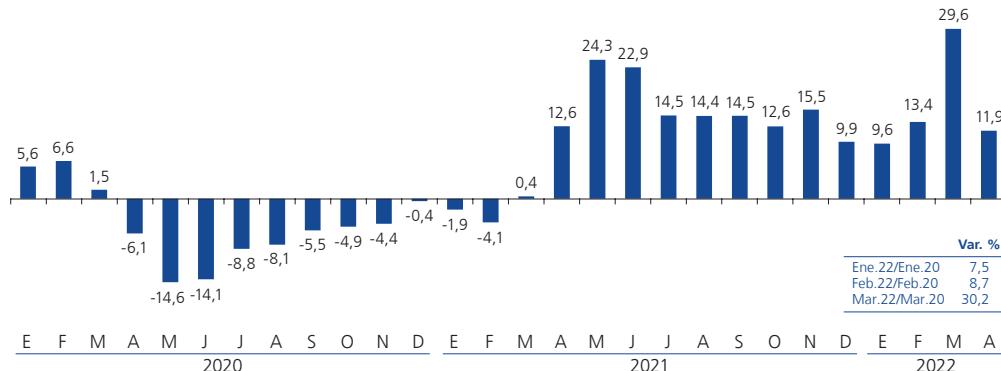
Fuente: SUNAT – Planilla electrónica.

- b) La masa salarial formal se incrementó 29,6 por ciento interanual en marzo (21,4 por ciento en términos reales). Esto se sustenta en la recuperación del ingreso promedio de los trabajadores, explicado por el pago de utilidades, y el incremento de los puestos de trabajo. Asimismo, en abril continuó mostrando una tasa de crecimiento significativa de 11,9 por ciento interanual (3,6 por ciento en términos reales).





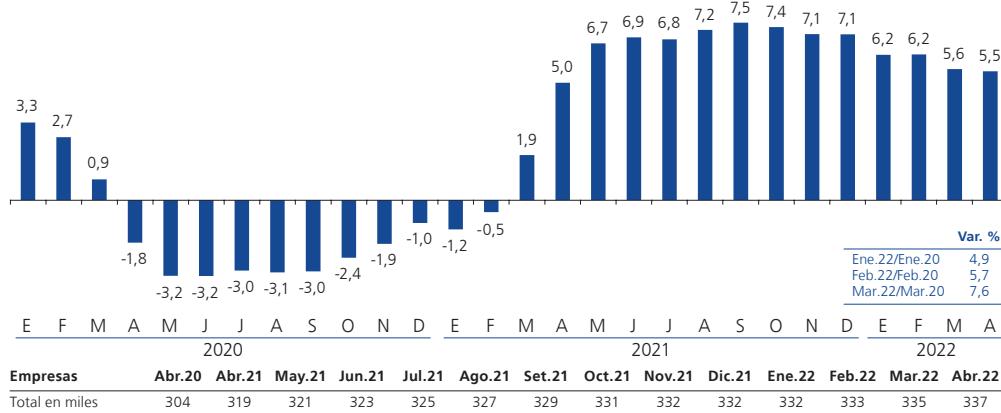
Gráfico 45
MASA SALARIAL FORMAL
(Var. % interanual)



Fuente: SUNAT – Planilla electrónica.

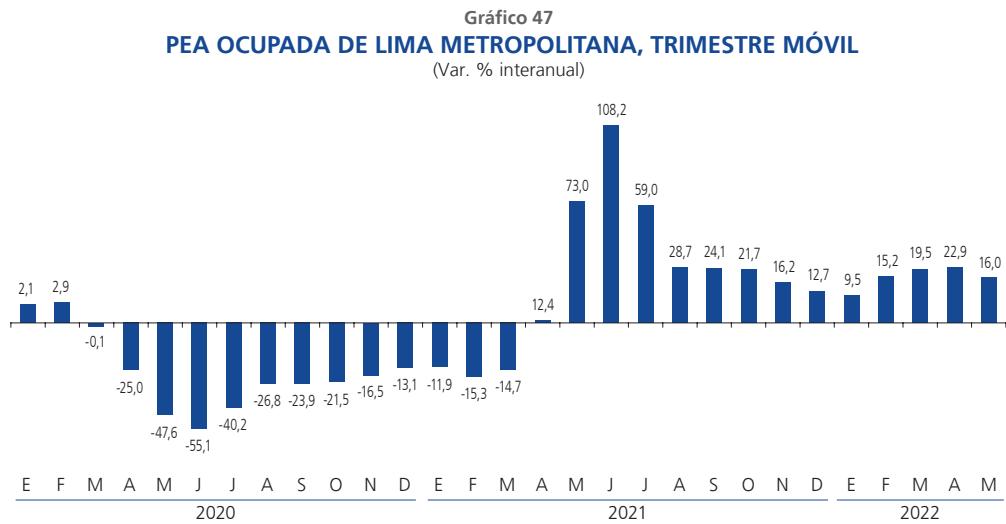
- c) En abril 337 mil empresas del sector privado reportaron información de empleo, con lo cual el número de empresas creció 5,5 por ciento interanual, impulsado principalmente por empresas de los sectores minería, comercio y servicios.

Gráfico 46
EMPRESAS DEL SECTOR PRIVADO QUE REPORTAN EMPLEO FORMAL
(Var. % interanual)



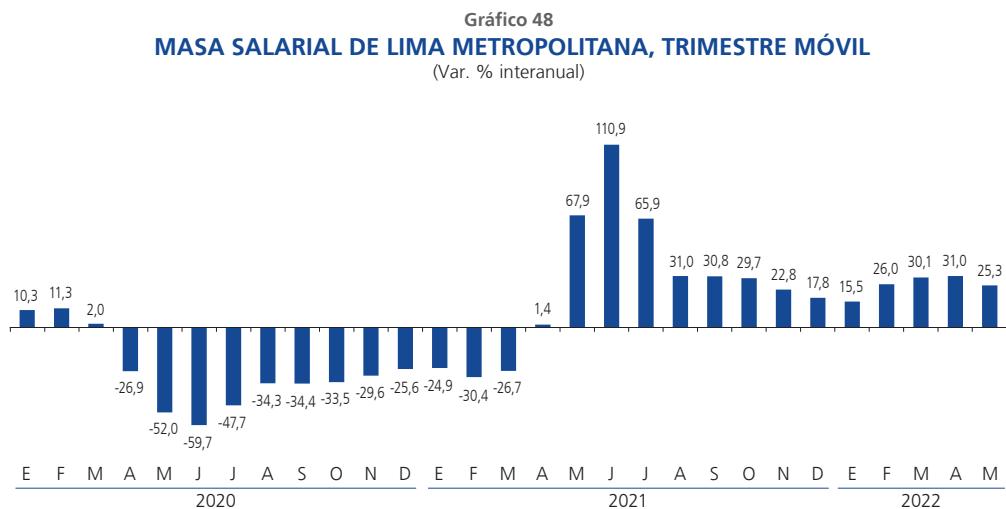
Fuente: SUNAT – Planilla electrónica.

- d) La población ocupada de Lima Metropolitana, de acuerdo con la Encuesta Permanente de Empleo de INEI, continuó registrando tasas de crecimiento significativas los últimos meses. Así, en mayo registró un crecimiento de 16,0 por ciento interanual.



Fuente: INEI.

- e) El mayor ritmo de crecimiento interanual de la cantidad de trabajadores y del ingreso promedio, principalmente del sector formal, llevó a que la masa salarial nominal de Lima Metropolitana aumente 25,3 por ciento interanual en el trimestre móvil a mayo (15,9 por ciento en términos reales).



Fuente: INEI.

- f) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero de abril y mayo cayó 7,7 y 17,4 por ciento interanual, respectivamente.

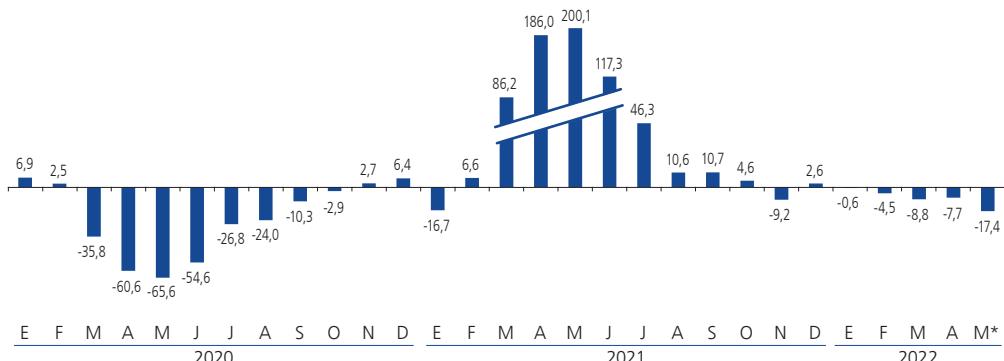




Gráfico 49

VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO

(Var. % interanual)



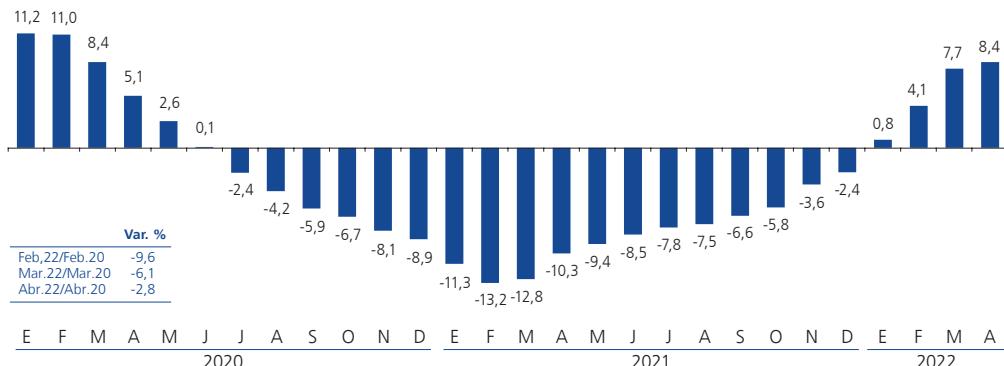
* Preliminar.

Fuente: SUNAT – Aduanas.

- g) En abril, el crédito de consumo en términos reales se expandió por cuarta vez consecutiva, a una tasa más elevada que los tres meses previos (8,4 por ciento interanual), principalmente por el mayor uso de tarjetas de crédito y el crecimiento de los préstamos vehiculares.

Gráfico 50
CRÉDITO REAL DE CONSUMO

(Var. % interanual)

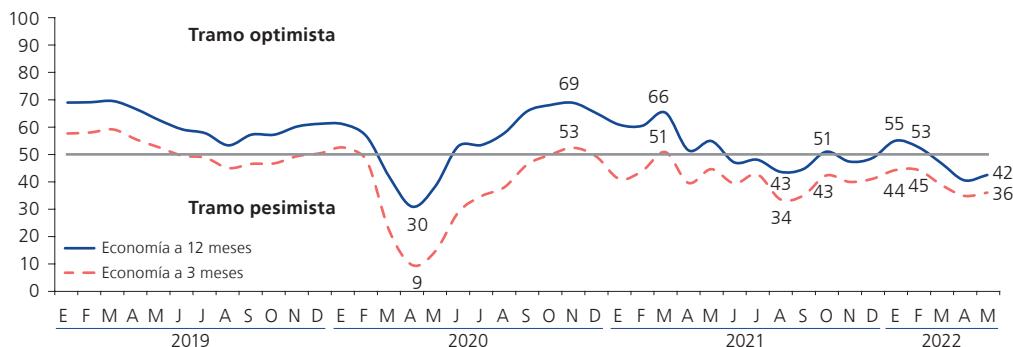


Fuente: BCRP.

35. Los indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada, con excepción de las importaciones de bienes de capital, han mostrado ligera recuperación en los dos últimos meses. No obstante, aún se mantienen en niveles bajos debido a la persistencia en la incertidumbre política y su impacto negativo sobre la toma de decisiones de inversión.

- a) Las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía a 3 y 12 meses mostraron una disminución continua entre febrero y abril. Si bien en mayo se recuperaron ligeramente, aún se mantienen en el tramo pesimista.

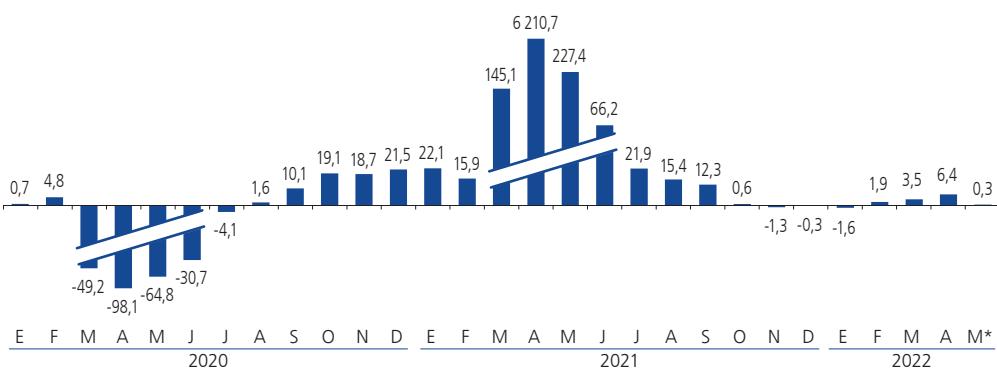
Gráfico 51
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
 (Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

- b) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, creció 6,4 por ciento explicado principalmente por la ejecución de obras de construcción en el sector privado. No obstante, en mayo se estima desaceleró su ritmo de crecimiento, aumentando solo 0,3 por ciento.

Gráfico 52
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO
 (Var. % interanual)



* Preliminar.

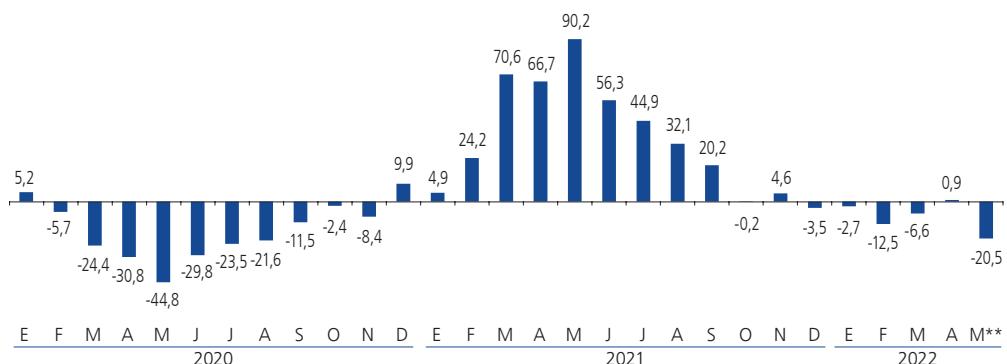
Fuente: Empresas cementeras.

- c) Se calcula que el volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, disminuyó 20,5 por ciento interanual en mayo por el efecto del debilitamiento de las expectativas empresariales sobre las decisiones de inversión.





Gráfico 53
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL*
(Var. % interanual)



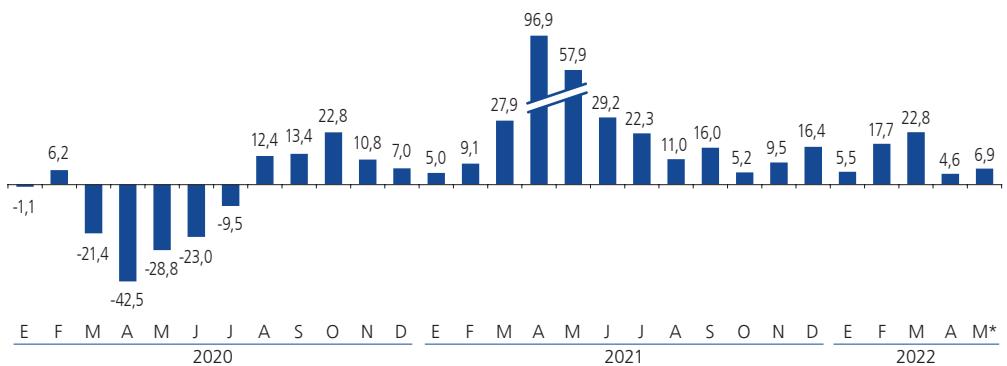
* Excluye materiales de construcción y celulares.

** Preliminar.

Fuente: SUNAT-Aduanas.

36. El volumen de exportaciones no tradicionales mostró un crecimiento de 4,6 por ciento interanual en abril. Asimismo, se estima que en mayo este indicador aceleró su ritmo de crecimiento a 6,9 por ciento interanual, principalmente por los mayores envíos al exterior de productos agropecuarios, textiles, pesqueros, químicos, siderometalúrgicos y de minería no metálica.

Gráfico 54
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Var. % interanual)



* Preliminar.

Fuente: SUNAT-Aduanas.

37. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con los acontecimientos económicos de los primeros meses del año. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los agentes proyectan un crecimiento entre

2,5 y 3,0 por ciento para el presente año y un rango similar entre 2,6 y 3,0 por ciento para 2023.

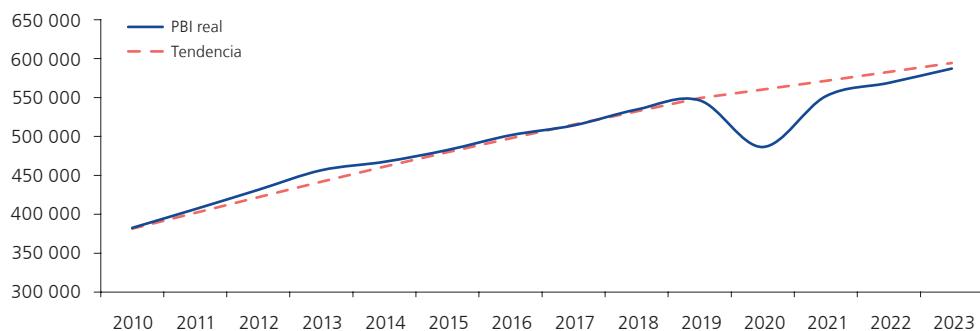
Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

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

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

38. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque del COVID-19, se estima en -2,4 por ciento para 2022, recuperándose parcialmente respecto al año anterior (-3,5 por ciento). Por su parte, la brecha de demanda se define como la diferencia entre el PBI y el producto potencial. Esta brecha mide las presiones inflacionarias de demanda sobre el nivel de actividad, debido a que el PBI potencial caracteriza la capacidad productiva de corto y mediano plazo de la economía a lo largo del ciclo económico. Se estima una brecha negativa de demanda de 0,2 por ciento en 2022, con un cierre de la brecha en 2023 en línea con la normalización de los hábitos de gasto de la economía y las condiciones del mercado laboral.

Gráfico 55
PBI REAL Y TENDENCIA*
(Millones de soles de 2007)

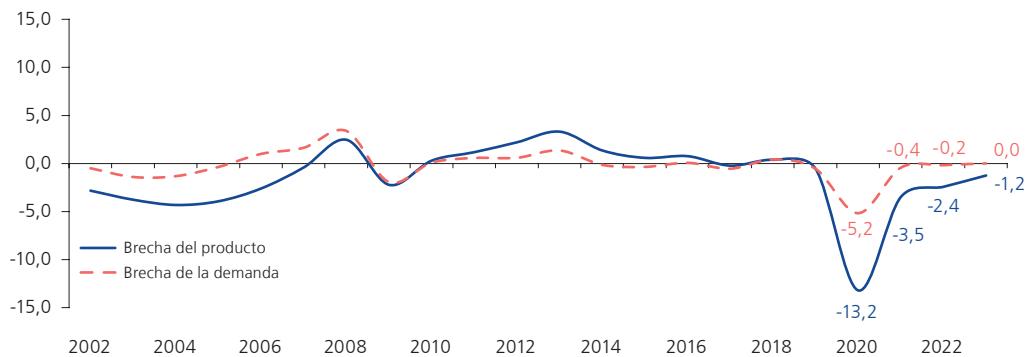


* La tendencia de largo plazo del PBI se calcula usando un filtro Hodrick – Prescott en frecuencia anual.
Fuente: BCRP.





Gráfico 56
BRECHA DE PRODUCTO Y DEMANDA*
(En porcentaje del PBI tendencial y potencial, respectivamente)



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

Fuente: BCRP.

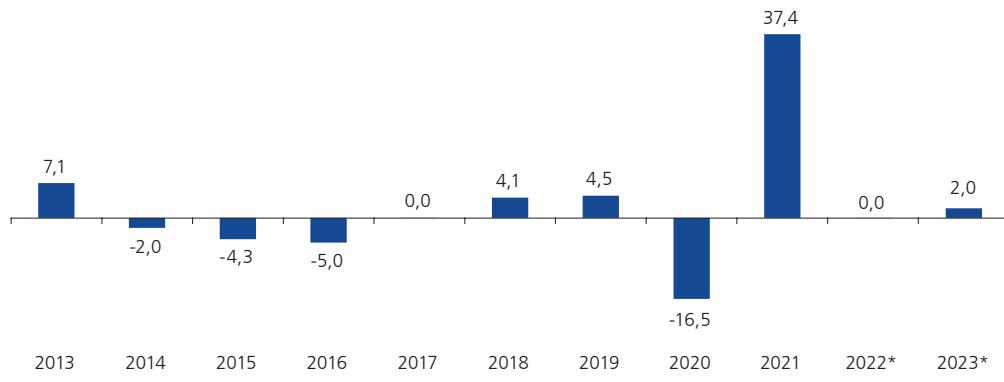
39. El **consumo privado** del primer trimestre de 2022 creció 6,9 por ciento, por el mayor acceso a bienes y servicios respecto al mismo periodo del año anterior, y por la aceleración de la dinámica de las ventas, apoyados en la flexibilización de las restricciones sanitarias. Para los siguientes trimestres del año se espera que el gasto de las familias continúe creciendo, impulsado por el aumento de los puestos de trabajo y de los ingresos formales, y por la disponibilidad completa de la CTS y el nuevo retiro aprobado de 4 UIT de los fondos de las AFP. No obstante, el efecto positivo sobre el consumo será menor al registrado en los trimestres anteriores, debido a las mejores condiciones del mercado laboral y la baja propensión al consumo de los beneficiarios por las medidas descritas anteriormente. Pese a que el resultado del primer trimestre fue mayor al esperado y que la mayoría de los indicadores de consumo se han dinamizado en los últimos meses, se espera que esto sea compensado con la menor capacidad adquisitiva de los hogares debido al impacto negativo de una mayor inflación. De esta manera, se prevé que el consumo privado tenga un crecimiento promedio de 4,1 por ciento en 2022 (similar al proyectado en el Reporte previo).

Para 2023 se prevé un crecimiento de 3,5 por ciento, asumiendo un ambiente de negocios adecuado que impulse la creación de nuevos puestos de trabajo.

40. La **inversión privada** creció 0,8 por ciento en el primer trimestre de 2022, con lo cual se desaceleró por tercer trimestre consecutivo debido a los bajos niveles de confianza empresarial y al menor impulso de la autoconstrucción por la normalización de los hábitos de gasto de las familias. El volumen de importación de bienes de capital sin materiales de construcción ni celulares se redujo en 7,2 por ciento durante los tres primeros meses del año. En este sentido, se espera que las bajas expectativas empresariales afecten a la inversión a lo largo del presente año. En tanto, se prevé que la inversión minera se reduzca por los mayores conflictos sociales. Con ello, se proyecta que la inversión privada registre un crecimiento nulo en 2022.

Asimismo, se espera que la inversión crezca moderadamente en 2023 (2,0 por ciento). A ello contribuye la caída del componente minero, pues algunos grandes proyectos, como Quellaveco y Toromocha, culminarán sus desembolsos en 2022.

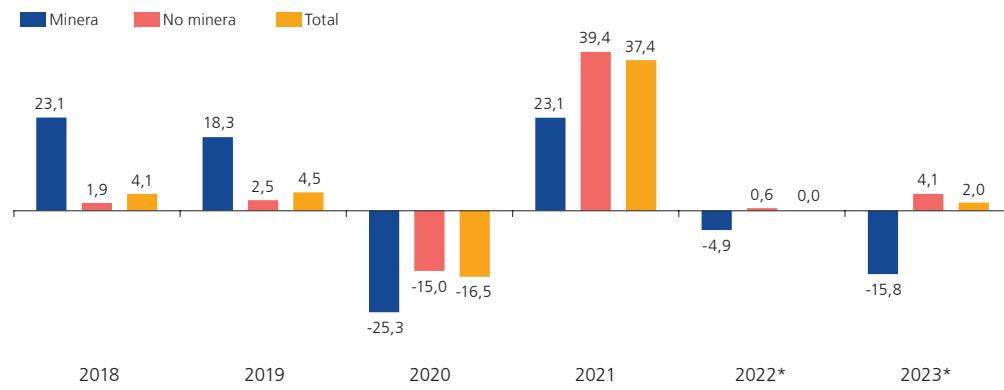
Gráfico 57
INVERSIÓN PRIVADA: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

- a. En el **sector minero**, las inversiones entre enero y abril de 2022 totalizaron US\$ 1 443 millones, principalmente por las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 427 millones), Antamina (US\$ 98 millones) y Yanacocha (US\$ 81 millones). La proyección para el periodo 2022-2023 considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,5 mil millones de inversión total) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones) en el 2022. Adicionalmente, se espera que se inicie la fase de construcción de proyectos como Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones) y San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) en 2022 y Corani (US\$ 0,6 mil millones) en 2023.

Gráfico 58
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

- b. Asimismo, continúa el avance en la construcción de los principales proyectos de **infraestructura**. La Línea 2 del Metro de Lima presenta un avance de 42,3 por ciento a abril, según OSITRAN; y se espera que, tras concluir las obras de reubicación de redes de agua potable y alcantarillado, la primera etapa (Evitamiento, Óvalo





Santa Anita, Colectora Industrial, Hermilio Valdizán y Mercado Santa Anita) entre en funcionamiento en el segundo semestre de 2022. En relación con la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, la construcción de la segunda pista de aterrizaje y de la nueva torre de control tiene un avance del 95 por ciento; y el nuevo terminal de pasajeros se encuentra en su etapa inicial, con un plazo de entrega en 2025. Respecto al Terminal Portuario Marcona, a mediados de mayo se aprobó la viabilidad técnica definitiva y la empresa espera obtener todos los permisos a fines de 2022 e iniciar los trabajos de construcción en 2023, por un plazo de 48 meses. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, a abril de 2022 registra un avance de 47,7 por ciento. En mayo de 2022 el concesionario llegó a un acuerdo con el gobierno para ampliar la capacidad de movilización de la carga y mejorar el diseño de las siguientes fases, lo cual se espera que aumente el monto de la inversión de US\$ 895 millones a US\$ 1 095 millones. Por otro lado, DP World señala que el proyecto Muelle Bicentenario inició las obras de construcción en setiembre del año pasado y a abril de 2022 registra un avance acumulado de 55,9 por ciento. La empresa estima que el muelle comenzará a operar a finales de 2023.

Cuadro 21
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2022-2023

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

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados

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

Cuadro 22
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2022-2023
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	8 703
Anillo Vial Periférico	2 380
Enlace 500 kV Huánuco –Tocache – Celendín – Trujillo y Enlace 500 kV Celendín – Piura	788
Parque Industrial de Ancón	762
Longitudinal de la sierra tramo 4	709
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	520
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	289
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	263
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	177
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	158
EsSalud Piura	144
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Hospital Militar Central	115
EsSalud Chimbote	109
Enlace 220 kV Ica – Poroma e Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Caclí – Jaén Norte	107
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	99
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chincha	70
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	63
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	59
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	58
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Cajamarca	55
Reforzamiento de Colegios de Cusco	44
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Enlace Reque Nueva Carhuaquero y Subestación Tumbes	38
Desaladora Ilo	37
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	24
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Cerro San Cristóbal	15
Saneamiento rural Loreto	*
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Piura Nueva – Colán	*
Enlace 500 kV San José-Yarabamba	*
Subestación Lambayeque Norte 220 kV con seccionamiento de la LT 220 kV Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam	*
Instalación de Transmisión de Conexión Enlace 220 kV Belaúnde Terry – Tarapoto Norte	*
Subestación Piura Este 100 MVA 220/60/23 kV	*
Desaladora Lambayeque	*

*No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.

Fuente: Proinversión

41. La **inversión pública** disminuyó 13,7 por ciento en el primer trimestre de 2022. Esto es explicado por el menor gasto en equipos para combatir el COVID-19 y la menor ejecución del resto de proyectos por parte del Gobierno Nacional, así como por la reducción del gasto del programa de reactivación Arranca Perú y de los proyectos de Reconstrucción por parte de los Gobiernos Subnacionales.

Se espera que en los siguientes meses la inversión se recupere, impulsada por obras de reconstrucción, principalmente bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido; proyectos en el marco del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad (PNIC); Proyectos Especiales de Inversión Pública; el incremento de la asignación presupuestal; el destrabe de megaproyectos de irrigación, como Majes Siguas y Chavimochic; y la mayor

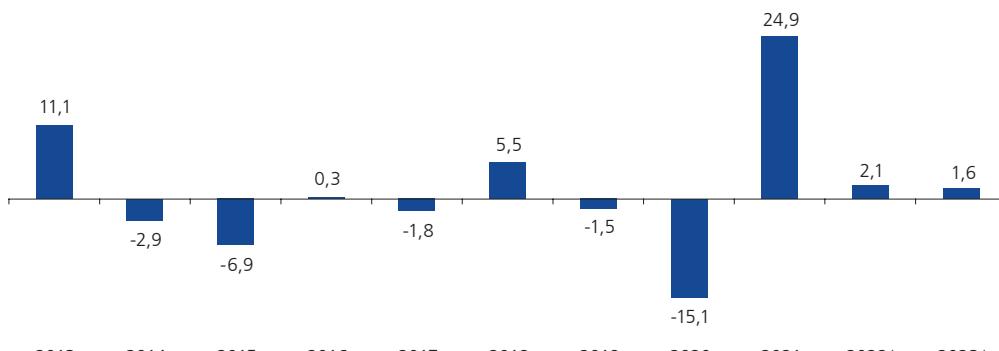




ejecución del gasto público, por ser el último año de funciones de las autoridades subnacionales. De este modo, se proyecta que la inversión pública de 2022 crezca 2,1 por ciento. La actual proyección de crecimiento es menor a la prevista en el Reporte previo (4,0 por ciento) por los menores gastos de respuesta frente al COVID-19 y de reactivación registrados a abril.

Se proyecta que en 2023 la inversión pública aumente a una tasa menor (1,6 por ciento). Este crecimiento supone la continuidad en los proyectos de inversión a cargo de gobiernos subnacionales, asumiendo una eficiente y rápida capacitación de las nuevas autoridades regionales y locales. Asimismo, se considera que una parte importante del gasto en inversión de 2023 corresponderá a grandes proyectos de infraestructura a cargo del Gobierno Nacional.

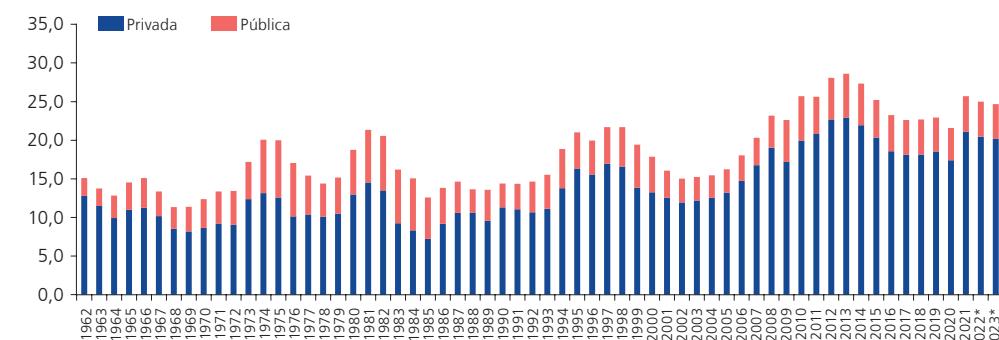
Gráfico 59
INVERSIÓN PÚBLICA: 2013 - 2023
(Variaciones porcentuales reales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

42. Se prevé que la **inversión bruta fija**, como porcentaje del PBI real, disminuya de 25,7 a 25,0 por ciento entre 2021 y 2022, ubicándose en un nivel ligeramente inferior al de 2015. Asimismo, se proyecta que este indicador se contraiga nuevamente en 0,3 puntos porcentuales del producto en 2023, como consecuencia de las bajas expectativas empresariales. Para que la inversión se recupere es necesario preservar la estabilidad económica y financiera, consolidar un entorno adecuado de negocios y realizar reformas que apuntalen la productividad de la economía.

Gráfico 60
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2023
(Porcentaje del PBI real)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

43. Se proyecta que el **ahorro interno** disminuya de 19,6 por ciento del PBI en 2021 a 18,2 por ciento en 2022 por la caída del ahorro privado en 2,1 puntos porcentuales del PBI (asociada a la normalización de los hábitos de consumo de las familias y a la aprobación de la disponibilidad de la CTS y los aportes a las AFP). Se prevé que la inversión bruta interna se reduzca en 0,2 puntos porcentuales por el efecto del debilitamiento de las expectativas empresariales en la ejecución de proyectos privados. Por ello, se proyecta que el requerimiento de financiamiento externo aumente, como porcentaje del PBI, de 2,3 a 3,4 por ciento entre 2021 y 2022.

Se espera que, en 2023, tras la normalización del escenario sanitario a nivel global y la recuperación de la actividad económica, el ahorro público suba ligeramente (en 0,1 puntos porcentuales del PBI) y que el ahorro privado aumente 1,9 puntos porcentuales del PBI como resultado de las mayores tasas de interés del sistema financiero. Así, se proyecta que la brecha externa se ubique en -1,1 por ciento del PBI.

Cuadro 23
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Acumulado últimos 4 trimestres, % del PBI nominal)

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

RI: Reporte de Inflación

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

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP



**Recuadro 1****EL ROL DE LA COMPETITIVIDAD PARA ATRAER INVERSIÓN PRIVADA Y GENERAR EMPLEO FORMAL**

La competitividad es el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país,¹ tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico de largo plazo, y es una condición necesaria para alcanzar el desarrollo económico y social. Este recuadro describe la evolución de Perú en dos importantes rankings internacionales que intentan medir este concepto, el Índice Global de Competitividad (IGC), del Foro Económico Mundial, y el Índice de Atracción de Inversiones (IAI), del Instituto Fraser, a fin de explorar las oportunidades de mejora para el país tanto con respecto a la atracción de inversiones como en términos de la generación de empleo formal.

El **Índice Global de Competitividad (IGC)**, elaborado por el WEF, está compuesto por 12 pilares asociados a 4 dimensiones de la productividad.² Por su parte, el **Índice de Atracción de Inversiones (IAI)**, elaborado por el Instituto Fraser, es un indicador compuesto por los índices de Percepción de Políticas y de Potencial Minero. En general, los resultados en ambos rankings muestran, por un lado, que la posición relativa de Perú se ubica por debajo de los otros países de la Alianza del Pacífico (Chile, México y Colombia), y por otro, un retroceso en los últimos años.

ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD E ÍNDICE DE ATRACCIÓN DE INVERSIONES

(Percentiles, 0-peor, 100-mejor)

	Perú		Chile		México		Colombia		Brasil		Ecuador	
	2017	2021	2017	2021	2017	2021	2017	2021	2017	2021	2017	2021
Índice de Atracción de Inversiones - Fraser	79	50	91	63	52	60	30	65	29	39	23	71
a. Percepción de políticas	53	18	73	55	46	36	13	39	27	19	10	46
b. Potencial minero	85	71	92	64	55	67	58	79	35	52	48	83
Índice Global de Competitividad - WEF1/	56	54	75	77	67	66	58	60	49	50	39	36
a. Ambiente de negocios												
Instituciones	34	33	78	77	27	30	33	35	39	30	25	25
Infraestructura	35	38	69	70	64	62	40	43	34	45	59	56
Adopción de TIC	34	30	60	60	45	48	41	38	54	52	36	35
Estabilidad macroeconómica	99	99	83	99	99	71	58	70	7	18	47	35
b. Capital humano												
Salud	76	87	77	74	59	57	74	89	47	47	72	65
Capacidades	40	43	69	67	34	37	42	43	33	32	48	46
c. Mercados												
Mercados de bienes	67	60	88	93	58	62	36	36	25	12	7	8
Mercado laboral	50	45	71	62	30	32	41	48	27	26	19	18
Sistema financiero	52	52	85	85	53	55	66	62	62	61	37	37
Tamaño de mercado	64	65	66	67	92	92	73	74	93	93	50	52
d. Innovación												
Dinamismo de negocio	45	31	65	67	73	71	71	65	25	52	8	8
Capacidad de innovación	35	36	60	62	64	63	47	45	72	72	34	38

1/ El dato de 2021 corresponde a 2019, último dato disponible.

Fuentes: World Economic Forum, TCData360 World Bank; Instituto Fraser. Nota: La posición relativa se mide como el percentil (0 indica una peor posición, 100 una mejor posición), lo que permite corregir el efecto de la variación del número de economías en el ranking.

1 Foro Económico Mundial, WEF, por sus siglas en inglés (World Economic Forum).

2 Ambiente apto (instituciones, infraestructura, adopción de Tecnologías de Información y Comunicaciones (TIC) y estabilidad macroeconómica), capital humano (salud y capacidades), mercados (mercados de bienes, mercado laboral, sistema financiero y tamaño de mercado) e innovación (dinamismo de negocio y capacidad de innovación).

La competitividad para atraer inversión privada

Según los pilares del IGC, la principal fortaleza y ventaja competitiva de Perú es la estabilidad macroeconómica (se ubica en el percentil 99 del *ranking*) por una buena gestión de la inflación y de la deuda pública. Sin embargo, la situación más crítica se registra en los pilares asociados a un ambiente favorable para los negocios (instituciones e infraestructura) y al ecosistema de innovación (dinamismo de negocios, y capacidad de innovación).³

Dentro del pilar de instituciones, múltiples indicadores se sitúan por debajo del percentil 15: Crimen organizado, eficiencia del marco legal en la solución de controversias, confiabilidad de los servicios policiales, carga de regulación gubernamental, protección de propiedad intelectual, independencia del poder judicial y derechos de propiedad. Cabe destacar que en los dos primeros el Perú se ubica en el percentil 5 (junto con prácticas de contratación y despido del pilar mercado laboral, son los que obtuvieron los peores resultados al situarse en el puesto 134) y registraron un retroceso con respecto a 2017 (se ubicaban en percentil 6).

Por su parte, entre 2017 y 2021, en términos del IAI del Instituto Fraser, Perú también ha retrocedido, al pasar del percentil 79 al 50, debido al deterioro tanto del Índice de Percepción de Políticas (del percentil 53 al 18) como del Potencial Minero (del percentil 85 al 71), en un contexto en donde la inversión en exploración minera se contrajo en 32,5 por ciento durante el periodo de referencia (y una caída de 62 por ciento con respecto a 2011). Así, el Perú se ubica en el puesto 8 en la región (puesto 2 en 2017) a diferencia de Colombia y Ecuador, que mejoraron notablemente. La brecha entre la posición lograda en el índice general y el potencial minero representa una oportunidad de mejora del país. En nuestro caso, esta brecha fue de 18 posiciones en 2021, una brecha más amplia que Chile (1 posición), México (6 posiciones), Ecuador (10 posiciones) y Colombia (11 posiciones), lo que revela que el Perú se encuentra rezagado en cuanto a la percepción de políticas.

Por ejemplo, de acuerdo con el índice de percepción de política del Instituto Fraser, en Perú hay más incertidumbre con respecto a la regulación ambiental, en comparación con Chile, México, Colombia, Brasil y Ecuador. Similar situación se observa en términos de duplicación regulatoria e inconsistencias, así como respecto a las regulaciones laborales, según este ranking. Estos resultados reducirían el atractivo del país para atraer inversiones.

La inestabilidad política, la carga regulatoria gubernamental⁴ y los conflictos sociales⁵ se han acentuado en el país. En el último caso, los conflictos en regiones con importantes proyectos mineros deterioran la confianza y el entorno para los negocios. Por ejemplo, en el Recuadro 5 del Reporte de Inflación de

3 Un indicador alternativo es el Ranking de Competitividad Mundial (RCM), elaborado por el International Institute of Management Development (IMD) de Suiza. El IMD considera 63 países y mide 4 pilares: desempeño económico, eficiencia del gobierno, eficiencia de los negocios e infraestructura. En 2019, el Perú se situó en el percentil 13 en el RCM, y, si en el ICG del Foro Económico Mundial se considerase la misma muestra de países que en el RCM, el Perú se situaría percentil 11. La correlación entre ambos indicadores (RCM e ICG), considerando una muestra común de países, es de 0,88. Según el RCM del IMD, la posición relativa de Perú se deterioró hasta el percentil 9 en 2021. Según pilares, Perú se ubicó en el percentil 25 en eficiencia del gobierno y en el percentil 17 en eficiencia de los negocios, con una menor posición relativa infraestructura y desempeño económico (percentil 6 en ambos casos).

4 En el indicador de duplicidad e inconsistencia regulatoria del Instituto Fraser, el puntaje de Perú pasó de 45 en 2019 a 29 en 2021 (un índice por debajo de 50 indica una percepción de efecto desfavorable sobre la inversión; por encima de 50, percepción de efecto favorable).

5 De un promedio de 195 conflictos en enero-abril de 2021 a 206 en similar periodo en 2022, de los cuales los conflictos activos eran 143 y 159 conflictos, respectivamente.





marzo de 2022, se estimó que la minería hubiera crecido 12,0 por ciento en lugar de 9,7 por ciento en 2021 en ausencia de los conflictos sociales (efecto de -2,3 puntos porcentuales). De otro lado, aunado a un clima de negocios adverso, la persistencia de restricciones estructurales (alta brecha en cantidad y calidad de infraestructura⁶, fuerza laboral de baja productividad y que opera en la informalidad, y baja capacidad de innovación y barreras burocráticas) desalienta la inversión privada, y de agudizarse, se afectaría el crecimiento potencial, lo que dificultaría la generación de empleo formal.

ÍNDICE DE PERCEPCIÓN DE POLÍTICA DEL INSTITUTO FRASER, 2021

Preguntas del IPP	Rango de Percepción de Política 1/					
	Perú	Chile	México	Colombia	Brasil	Ecuador
1. Incertidumbre respecto a la administración, interpretación o aplicación de la regulación existente	27	57	50	54	43	68
2. Incertidumbre respecto a la regulación ambiental	34	48	52	50	41	40
3. Duplicación regulatoria e inconsistencias	29	46	45	50	34	50
4. Sistema legal	29	46	36	50	36	50
5. Régimen tributario	38	41	41	54	39	45
6. Incertidumbre respecto a reclamaciones de tierra bajo disputa	33	52	42	46	39	41
Incertidumbre respecto a las áreas protegidas como desiertos, parques o sitios arqueológicos, etc.	34	50	42	46	39	41
8. Calidad de la infraestructura	41	54	55	50	45	59
9. Acuerdos socioeconómicos con las comunidades/ condiciones de desarrollo de las comunidades	29	50	40	36	39	50
10. Barreras al comercio	45	55	48	57	39	50
11. Estabilidad política	24	36	39	43	43	50
12. Regulaciones laborales/acuerdos de empleo y sindicatos de trabajadores/paralizaciones en el trabajo	38	44	42	50	41	50
13. Calidad de datos geológicos	55	63	66	46	43	55
14. Nivel de seguridad	36	57	25	27	33	59
15. Disponibilidad de mano de obra calificada	63	76	67	54	52	64

1/ Elaborado sobre la base de las respuestas de los entrevistados por el Instituto Fraser. El número indica la diferencia entre el porcentaje de encuestados que responde que la pregunta en mención “favorece la inversión en exploración” y la suma de los porcentajes de encuestados que responden que “el factor es un fuerte impedimento a la inversión” y “no intentaría invertir en exploración debido a este factor”. Este número se encuentra centrado en 50, por lo que un número positivo mayor a 50 indica que hay una mayor concentración de respuestas favorables y los valores más altos indican un mejor desempeño.

Fuente: Instituto Fraser.

Se estima que la inversión minera se contraiga en 2022 y 2023 (-5 y -16 por ciento, respectivamente), incorporando la finalización de la construcción de los proyectos de cobre Mina Justa, Quellaveco y la ampliación de Toromocho. Crear un ambiente favorable para la inversión privada es clave para

6 Se estima una brecha horizontal de acceso básico a infraestructura (agua, saneamiento, telecomunicaciones, transportes, salud y riego) en el corto plazo de US\$ 35 510 millones y una brecha total de largo plazo (agua, saneamiento, telecomunicaciones, electricidad, transportes, salud, educación y riego), periodo 2019-2038, de US\$ 110 137 millones. Entre tanto, el cálculo de la brecha vertical de infraestructura para el periodo 2019-2038 es de US\$ 96 120 millones. Sin embargo, se estima que se requerirá de una inversión de US\$ 169 783 millones para cerrar solo una porción de la brecha de calidad de los sectores agua y saneamiento, telefonía móvil, banda ancha, carreteras y educación. Ver Bonifaz, J.; Urrunaga R.; Aguirre, J.; Quequezana, P. (2020). Brecha de infraestructura en el Perú: estimación de la brecha de infraestructura de largo plazo 2019-2038. Banco Interamericano de Desarrollo.

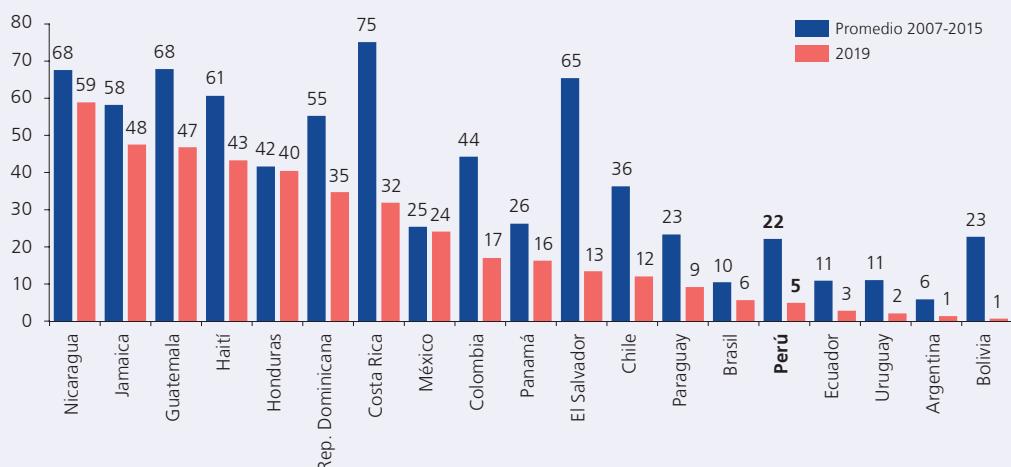
materializar la importante cartera de inversión que tiene nuestro país. En el caso de la minería, de acuerdo con el Ministerio de Energía y Minas (MINEM), los proyectos de construcción al 2021 totalizan US\$ 53,2 mil millones (35 proyectos de minas nuevas por US\$ 48,3 mil millones y 8 proyectos por US\$ 4,8 mil millones en ampliación o reposición de minas ya existentes).

La flexibilidad para generar empleo formal

En general una elevada carga regulatoria puede reducir los incentivos a invertir, asimismo una regulación flexible permite acomodar los nuevos desarrollos de la actividad privada y generar un mejor entorno para el incremento de la productividad en la economía y el dinamismo en los mercados. En los últimos años, la posición relativa de Perú en términos de flexibilidad en la normatividad laboral se ha deteriorado. La posición relativa del país en el índice de prácticas de contratación y despido del Foro Económico Mundial ha pasado de un promedio de 22 en el período 2007-2015 a 5 en 2019 (Perú se ubica en el puesto 134 de 141 países).

La poca flexibilidad para la contratación de mano de obra formal, lo cual se refleja en un mercado laboral con alta informalidad, puede impedir que el crecimiento económico se traduzca en un aumento del empleo formal y en una mayor calidad de los puestos de trabajo (Banco Mundial, 2013)⁷, lo que puede limitar, a su vez, el impacto positivo del crecimiento económico sobre la reducción de la pobreza. Cabe destacar que una mayor competitividad está asociada a mayores niveles de ingreso y capacidad para generar empleo de calidad. Además, los países de mayor crecimiento e ingreso también tienen cadenas productivas e industrias más complejas que interactúan entre sí y generan mayor valor agregado.⁸

PRÁCTICAS DE CONTRATACIÓN Y DESPIDO
(Percentiles, 0-peor, 100-mejor)



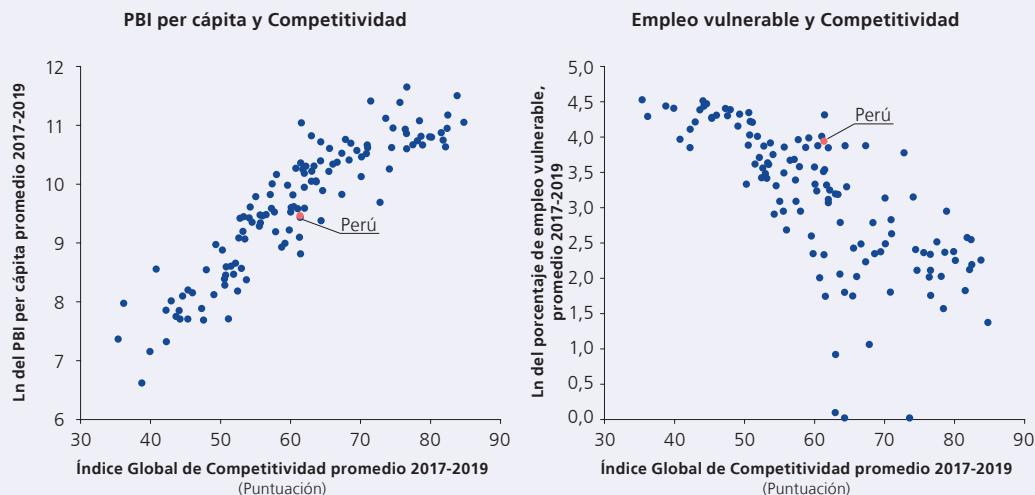
Nota: Para el caso de Haití, el promedio es 2011-2015. Ecuador no reporta dato en 2014.

Fuente: World Economic Forum.

7 Banco Mundial. 2012. Informe sobre el desarrollo mundial 2013. Panorama general: Empleo.

8 Al respecto, la complejidad económica de un país está relacionada como la diversificación y ubicuidad de la canasta exportadora, y refleja la capacidad de una economía para aprovechar conocimientos acumulados. Ver: Hausmann, R. y Hidalgo, C. (2009). "The Building Blocks of Economic Complexity". Proceedings of the National Academy of Sciences, 106, 10570-10575,



**COMPETITIVIDAD, PBI PER CÁPITA Y EMPLEO VULNERABLE**

Nota: Se considera una muestra de 126 países para los que se contaban con información PBI per cápita Paridad de Poder Adquisitivo (PPA en dólares internacionales constantes año 2011) y empleo vulnerable. Cabe precisar que el empleo vulnerable se refiere a los trabajadores familiares no remunerados y a los trabajadores autónomos como porcentaje del empleo total. Para los indicadores de PBI per cápita y empleo vulnerable, se utiliza el logaritmo natural (Ln).

Fuentes: World Economic Forum, Banco Mundial.

Si bien es cierto que el país ya contaba con un mercado laboral altamente informal previo a la pandemia, en los últimos años se han implementado medidas que desalientan su formalización. Por su parte, hay una serie de medidas planteadas que, de ser aprobadas, aumentarían aún más las rigideces para la generación de puestos de trabajo formales. Por ejemplo, incrementar la indemnización por despido arbitrario de 1,5 a 3 sueldos mensuales por cada año completo de servicios, sin tope de 12 sueldos; o modificar el reparo por despido injustificado; la reducción del número de contratos por modalidad, entre otras medidas⁹. Esto ocurre en un contexto en el que la tasa de informalidad laboral pasó de 72,7 por ciento en 2019 a 75,3 por ciento en 2020 y continuó elevándose a 76,8 por ciento en 2021, según la Encuesta Nacional de Hogares. Este tipo de propuestas no contribuirían a la reducción de la informalidad laboral o la generación de empleo adecuado¹⁰, ya que solo favorecen a los que actualmente cuentan con un empleo formal y no permiten que la dinámica del mercado laboral se ajuste a los ciclos económicos o asigne eficientemente a los trabajadores según su productividad (por ejemplo, los trabajadores más productivos que se encuentren en la informalidad ya no podrían acceder con la misma facilidad a un empleo formal).

Dada la magnitud y complejidad de los obstáculos que impiden que el país eleve su competitividad, resulta conveniente priorizar aquellas opciones de política económica que tengan una mayor transversalidad, por ejemplo:

- Invertir en capacidad institucional y humana para evitar el deterioro de las instituciones.
- Aumentar la confianza y cohesión social que coadyuve al crecimiento.¹¹

9 Por ejemplo, se propone reducir el plazo máximo aplicable a los contratos de duración determinada de 5 a 2 años; regular el teletrabajo, haciendo que el costo de la prestación de labores sea asumido o compensado por el empleador. Extraído de <https://www.gob.pe/institucion/mtpe/campa%C3%B1as/8488-anteproyecto-de-codigo-del-trabajo>

10 Mondragón-Vélez, C., Peña, X., Wills, D., & Kugler, A. (2010). Labor market rigidities and informality in Colombia. *Economía*, 11(1), 65-101.

11 Keefer y Scartascini (2022) proponen, por ejemplo, reformas judiciales y del sector público y fortalecer las instituciones que empoderan a la sociedad civil. Ver: Keefer, P. y Scartascini, C. (Ed.) (2022). Confianza. La clave de la cohesión social y el crecimiento en América Latina y el Caribe. Resumen Ejecutivo. Banco Interamericano de Desarrollo.

- Impulsar la provisión de un conjunto mínimo de servicios públicos de calidad (educación, salud, infraestructura).
- Afianzar el desarrollo de capacidades del capital humano con la provisión de servicios educativos y de salud públicos de calidad, los cuales evidenciaron su vulnerabilidad durante la pandemia del COVID-19.
- Se requiere una regulación laboral más flexible, de forma que las empresas tengan más incentivos para contratar trabajadores formales de manera permanente, y generar así un entorno de mayor productividad y por ende de ingresos laborales. Asimismo, la mayor flexibilidad laboral debería estar acompañada de políticas que coadyuven a mejorar la protección social.

Como en toda política pública, la implementación de reformas para superar los obstáculos que limitan la competitividad exige un gran esfuerzo, sinergias de voluntades y cooperación entre el sector público y privado, por lo que su priorización en la agenda pública es imperativa si se busca un crecimiento sostenido, resiliente e inclusivo que permita superar las barreras de una economía en desarrollo y generar bienestar entre la población.





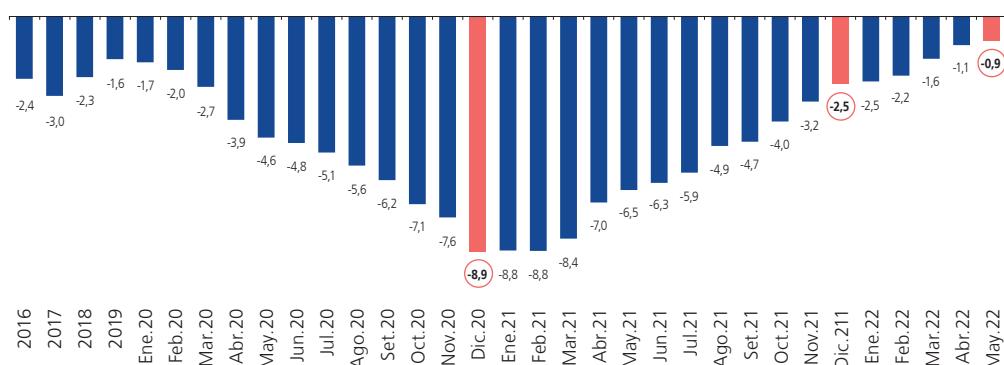
IV. Finanzas públicas

44. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses disminuyó de 2,5 a 0,9 por ciento del PBI entre diciembre de 2021 y mayo de 2022, manteniendo así la tendencia decreciente iniciada en febrero de 2021. La disminución respecto al cierre de 2021 respondió, en mayor medida, al incremento de los ingresos corrientes del Gobierno General; y, en menor magnitud, a la reducción de los gastos no financieros como porcentaje del producto.

El aumento de los ingresos corrientes anualizados del Gobierno General en términos del producto fue reflejo principalmente de los mayores ingresos tributarios del Gobierno Nacional y, en menor medida, del incremento de los ingresos no tributarios. El aumento de los ingresos tributarios se debió a una recaudación más elevada por impuesto a la renta, principalmente por regularización del ejercicio gravable 2021, y por Impuesto General a las Ventas (IGV), especialmente el aplicado a las importaciones. Por su parte, entre los ingresos no tributarios destaca el incremento de los ingresos por canon y regalías petroleras. Este incremento se vio atenuado por el aumento de las devoluciones de impuestos, principalmente las referidas a exportaciones.

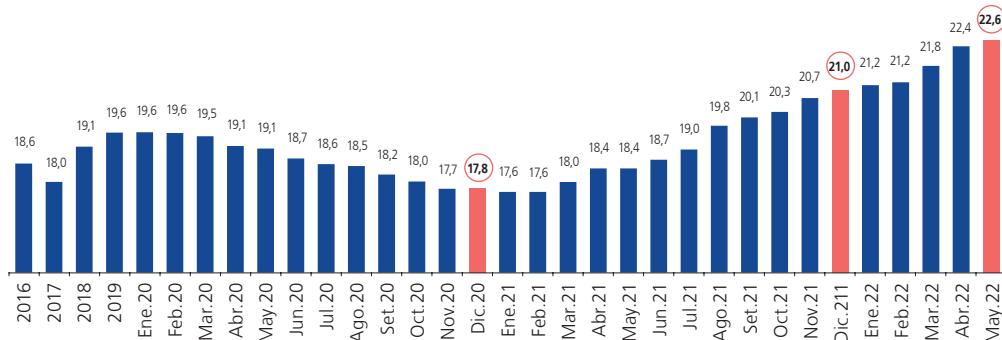
Si bien en los últimos doce meses a mayo de 2022 los gastos no financieros del Gobierno General disminuyeron como porcentaje del producto, aumentaron en términos nominales. Este incremento nominal se debió principalmente a los mayores gastos corrientes en bienes y servicios, tanto para enfrentar la emergencia sanitaria como por la recuperación del gasto no relacionado al COVID-19 y en remuneraciones, debido principalmente al aumento otorgado en marzo a docentes. Esta evolución fue parcialmente compensada por la reducción de las transferencias corrientes y de los gastos de formación bruta de capital. Por funciones, la mayor contracción de la formación bruta de capital ocurrió en los sectores de Transporte, Saneamiento, Comunicaciones, y Vivienda y Desarrollo Urbano.

Gráfico 61
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2022
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



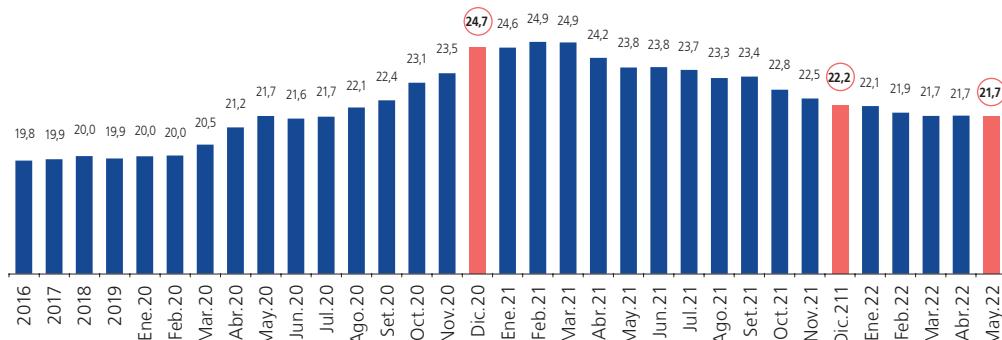
Fuente: MEF, SUNAT y BCRP.

Gráfico 62
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2022
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: SUNAT y BCRP.

Gráfico 63
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2022
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF y BCRP.

45. Se prevé que el **déficit fiscal** se reduzca de 2,5 a 1,9 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, nivel inferior en 1,8 puntos porcentuales del producto al establecido por la regla fiscal de 3,7 por ciento (Decreto de Urgencia N°079-2021). Se espera que este año los ingresos sigan mostrando tasas de crecimiento positivas, explicadas principalmente por mayores ingresos tributarios; y que el gasto continúe reduciendo su dinamismo debido a los menores gastos de respuesta frente a la pandemia del COVID-19 y por reactivación.

Para 2023 se espera que el déficit en términos del producto se reduzca ligeramente a 1,8 por ciento, cifra menor a la nueva propuesta de regla fiscal de 2,4 por ciento (Proyecto de Ley 1763/2021-PE¹²). Si bien se proyecta un menor dinamismo de los ingresos en comparación al año previo, también se prevé que los gastos no financieros, principalmente corrientes y, en menor medida, de formación bruta de capital, se reduzcan en términos del producto. Se proyecta que el gasto en formación bruta de capital se contraiga en 0,1 puntos porcentuales del PBI, llegando a representar el 4,4 por ciento del producto al final del horizonte de proyección.





En comparación con el Reporte de marzo, se reduce la proyección del déficit fiscal de 2,5 a 1,9 por ciento del producto para 2022 y de 2,2 a 1,8 por ciento para 2023. El menor déficit estimado para ambos años se explica por un incremento en la proyección de ingresos, dada la evolución favorable observada entre enero y mayo del presente año y la revisión al alza de los precios de algunos metales de exportación y del petróleo.

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2021	2022*			2023*	
		Mayo ^{1/}	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	21,0	22,6	20,7	21,6	20,7	21,1
Variación % real	38,1%	32,1%	1,1%	4,1%	3,8%	1,2%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	22,2	21,7	21,8	22,0	21,3	21,4
Variación % real	5,1%	-1,8%	0,5%	0,2%	2,0%	1,0%
Del cual:						
Gasto corriente	17,2	16,8	16,6	16,8	16,3	16,3
Variación % real	-0,6%	-4,0%	-0,9%	-1,1%	2,1%	0,8%
Formación bruta de capital	4,2	4,1	4,4	4,5	4,4	4,4
Variación % real	30,9%	5,4%	7,9%	6,6%	2,5%	2,8%
3. Otros ^{2/}	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,0	0,6	-0,9	-0,4	-0,5	-0,2
5. Intereses	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
6. Resultado económico	-2,5	-0,9	-2,5	-1,9	-2,2	-1,8

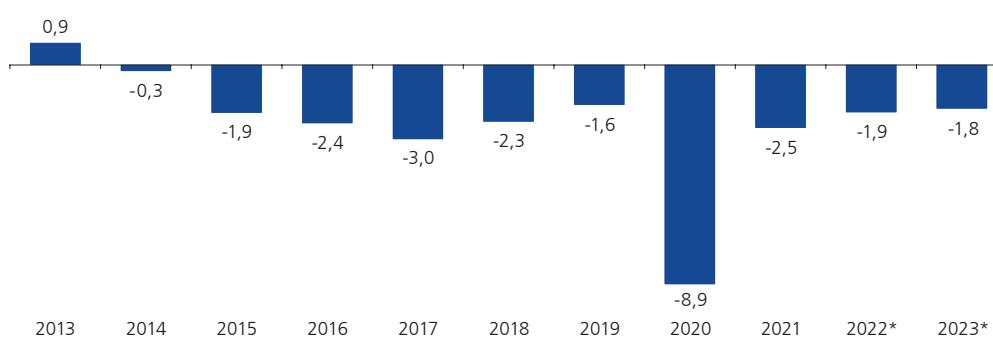
1/ Los ratios en porcentaje del PBI y las variaciones porcentuales reales representan el acumulado en los últimos doce meses a mayo.

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

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gráfico 64
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

46. Los **ingresos corrientes** mostrarían un crecimiento real de 4,1 por ciento en 2022, y como porcentaje del PBI representarían el 21,6 por ciento, nivel superior en 0,6 por ciento al registrado al cierre de 2021. Los mayores ingresos proyectados para este año se explican principalmente por una mayor recaudación y regularización del impuesto a la renta empresarial del sector minero y de hidrocarburos. En menor magnitud contribuye el incremento de los ingresos por IGV, producto de la normalización de la actividad

económica, así como el aumento de los ingresos por canon y regalías petroleras. Esta dinámica sería parcialmente compensada por las medidas de reducción transitoria del IGV a los alimentos e ISC a los combustibles.

Asimismo, se prevé que los ingresos corrientes tengan un menor crecimiento (1,2 por ciento en términos reales) y representen un menor porcentaje del PBI (21,1 por ciento) en 2023. Esta evolución esperada se explica por una menor regularización del impuesto a la renta, atenuada por la reversión de las medidas transitorias de reducción de impuestos.

En comparación al Reporte previo, se revisa al alza la proyección de ingresos de 20,7 a 21,6 por ciento del PBI para 2022 y de 20,7 a 21,1 por ciento del PBI para 2023. Esta revisión refleja los mayores recursos tributarios captados entre enero y mayo de 2022, principalmente por una mayor regularización del impuesto a la renta, y el incremento en la proyección de las cotizaciones internacionales de algunos minerales de exportación y del petróleo, que impactan positivamente en los ingresos por canon y regalías.

Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

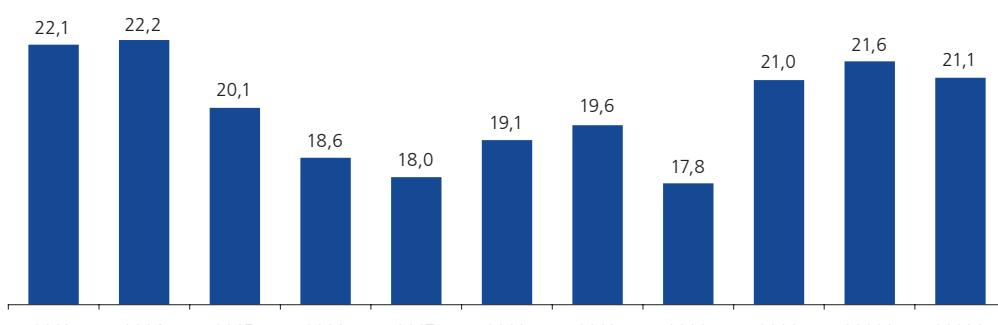
	2021	2022*			2023*	
		Mayo 1/	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
INGRESOS TRIBUTARIOS	16,3	17,7	16,1	16,9	16,1	16,4
Impuesto a la renta	6,3	7,5	6,4	7,3	6,4	6,6
Impuesto General a las Ventas (IGV)	8,9	9,3	9,0	9,3	9,1	9,3
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	2,2	2,3	1,9	1,9	1,9	1,8
Devolución de impuestos	-2,3	-2,6	-2,4	-2,5	-2,4	-2,4
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,6	4,9	4,6	4,7	4,5	4,6
Contribuciones sociales	2,1	2,0	2,1	2,0	2,1	2,0
Recursos propios y transferencias	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3
Canon y Regalías	1,0	1,2	1,0	1,2	0,9	1,0
Resto	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
TOTAL	21,0	22,6	20,7	21,6	20,7	21,1

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 65
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2013-2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.





Gastos no financieros

47. Los **gastos no financieros** registrarían un crecimiento real de 0,2 por ciento en 2022, y como porcentaje del PBI se ubicarían en 22,0 por ciento, menor en 0,2 puntos porcentuales del producto al observado en 2021. Esta evolución se encuentra en línea con la consolidación esperada del gasto público y el cumplimiento de las reglas macrofiscales del Sector Público No Financiero (Decreto de Urgencia N°079-2021). El menor dinamismo esperado se explica por la reducción del gasto público relacionado al COVID-19 y por reactivación, los cuales serían equivalentes al 1,3 por ciento del PBI en 2022, en contraste con el 3,2 por ciento del PBI ejecutado en 2021.

Se espera que los gastos no financieros como porcentaje del PBI sigan reduciéndose y lleguen a representar 21,4 por ciento en 2023, continuando así el proceso de consolidación fiscal. Los menores gastos proyectados son producto, en su mayoría, del retiro del gasto de respuesta frente a la pandemia, destacando las transferencias a hogares y trabajadores, la adquisición de suministros médicos y la contratación de personal.

Por otro lado, se proyecta que en 2023 la formación bruta de capital crezca 2,8 por ciento en términos reales, a pesar del cambio de autoridades en las instancias de los Gobiernos Regionales y Locales. Esta proyección se sustenta en el hecho de que varios proyectos importantes en términos de presupuesto se encuentran a cargo del Gobierno Nacional, así como en el supuesto de una eficiente capacitación de las nuevas autoridades de manera que se garantice la continuidad de las inversiones.

Cuadro 26
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

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

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

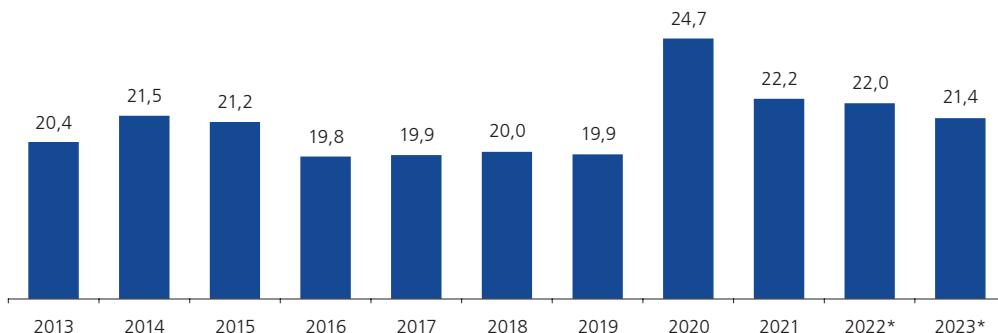
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Respecto a lo previsto en el último Reporte, se incrementa la proyección de gastos de 21,8 a 22,0 por ciento del PBI para 2022 y de 21,3 a 21,4 por ciento del producto para 2023. Estas revisiones se explican por mayores gastos en bienes y servicios respecto a lo

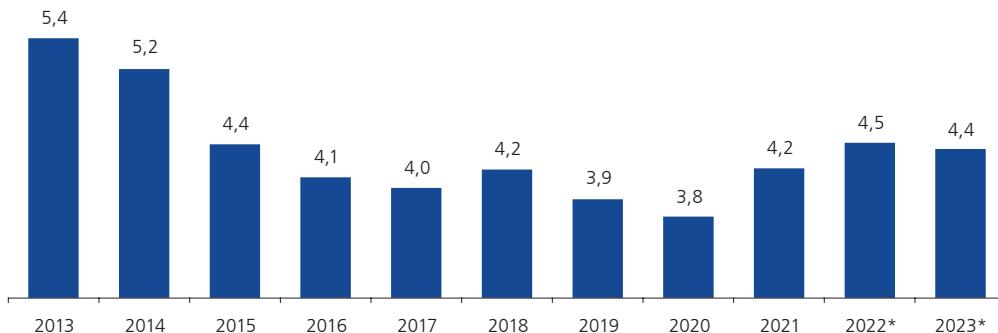
esperado en marzo. En contraste, las tasas de crecimiento real para ambos años se han revisado a la baja en línea con la revisión al alza de la inflación. Se prevé que los gastos sigan siendo superiores a los niveles prepandemia al final del horizonte de proyección (nivel promedio 2003-2019: 19,2 por ciento).

Gráfico 66
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 67
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Postura fiscal

48. El **resultado primario estructural** excluye los efectos sobre la recaudación y gastos del Gobierno de las decisiones discrecionales de la política fiscal y los componentes cíclicos y transitorios que afectan la economía. El déficit primario estructural se estima en 0,5 por ciento del PBI tendencial para 2022 y en 0,3 por ciento del PBI tendencial al final del horizonte de proyección (aún mayores al estimado de 0,2 por ciento del PBI tendencial para 2019). La tendencia decreciente del déficit primario estructural refleja una reducción gradual de la posición fiscal expansiva, en línea con la consolidación de las finanzas públicas.

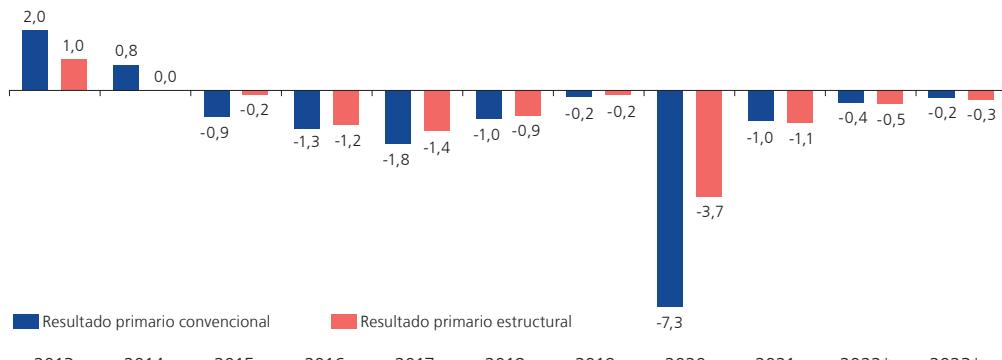




Gráfico 68

**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013-2023**

(Porcentaje del PBI y PBI tendencial)



* Proyección.

Fuente: BCRP.

Financiamiento y deuda

49. Respecto al Reporte de marzo se reduce la proyección de los **requerimientos de financiamiento** para 2022 y 2023. Estos ajustes responden en mayor medida a los menores déficits fiscales nominales estimados para ambos años. En relación a las **fuentes de financiamiento**, se prevé un menor uso de depósitos públicos para 2022 y 2023. Asimismo, para el horizonte de proyección se estima una menor emisión de bonos soberanos. Esta revisión a la baja responde a la menor demanda esperada de estos instrumentos por parte de las AFP, en línea con el retiro aprobado de fondos de pensiones.

Cuadro 27

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

	2021	2022*			2023*	
		Ene-May	RI Mar.22	RI Jun.22	RI Mar.22	RI Jun.22
I. USOS	25 220	-14 389	27 802	22 749	27 575	23 990
1. Amortización	2 937	1 626	4 664	4 589	5 899	5 815
a. Externa	1 554	1 307	3 894	3 821	3 879	3 795
b. Interna	1 383	319	770	768	2 020	2 020
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	627	202	556	511	550	550
2. Resultado económico ^{1/}	22 283	-16 015	23 138	18 160	21 676	18 175
II. FUENTES	25 220	-14 389	27 802	22 749	27 575	23 990
1. Desembolsos y otros	59 139	5 523	26 504	25 659	25 329	22 222
a. Créditos externos	11 185	2 329	3 109	8 055	2 849	4 667
b. Bonos globales y soberanos	47 954	3 194	23 394	17 604	22 480	17 555
2. Variación de depósitos y otros ^{2/}	-33 919	-19 912	1 299	-2 910	2 246	1 768

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	35,9	33,2	35,2	34,3	34,8	33,2
Saldo de deuda pública neta	21,8	18,3	22,4	21,2	23,2	21,3
Saldo de depósitos públicos	14,2	14,9	12,7	13,1	11,6	11,9

1/ Signo negativo indica superávit.

2/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

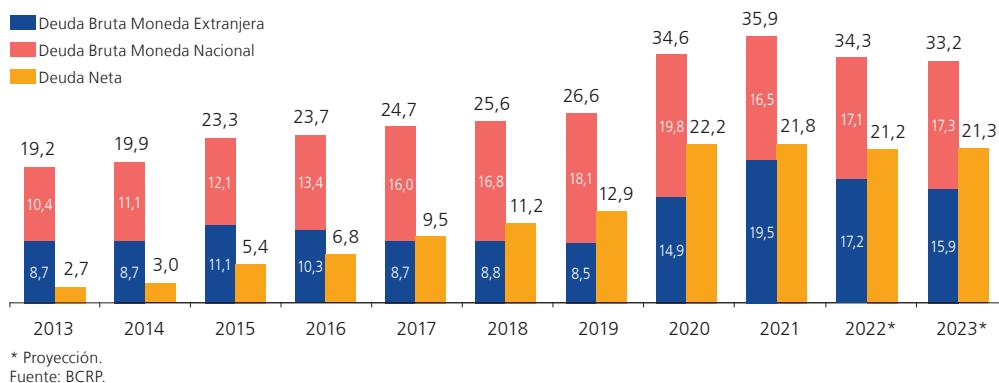
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Se proyecta que la **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pase de 35,9 a 34,3 por ciento del PBI entre 2021 y 2022, para finalmente ubicarse en 33,2 por ciento al final del horizonte de proyección, en línea con la consolidación esperada de las finanzas públicas. Asimismo, las proyecciones de la deuda bruta para 2022 y 2023 son menores al máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI para 2022 y la propuesta del mismo nivel establecida por el Proyecto de Ley 1763/2021-PE para 2023.

Por otra parte, se proyecta que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero disminuya de 21,8 a 21,2 por ciento del PBI entre 2021 y 2022 y represente el 21,3 por ciento del producto en 2023. Las proyecciones de los déficits fiscales y el manejo esperado de los depósitos públicos explican la evolución de la deuda neta.

Gráfico 69
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2013 - 2023
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Las tasas de interés de los bonos gubernamentales en moneda local mantienen una tendencia alcista en el segundo trimestre de 2022, en un entorno de mayor riesgo global y local debido a: (i) la incertidumbre sobre la duración de la guerra entre Rusia y Ucrania; (ii) los efectos sobre el crecimiento global de los confinamientos en China por la variante ómicron del COVID-19; (iii) las condiciones financieras más restrictivas en Estados Unidos, que aumentan la prima por riesgo en las economías emergentes; y (iv) la aprobación de un nuevo retiro extraordinario de los aportes a las AFP. En este contexto, el bono peruano en soles a 10 años ha subido de 6,55 a 7,94 por ciento entre el 31 de marzo y el 13 de junio, por encima del promedio regional.

De forma similar al primer trimestre del año, el desempeño de la deuda latinoamericana continúa siendo diferenciado en base a la tendencia de las principales materias primas exportadas por cada país y por posturas menos dovish en sus bancos centrales. Así, los bonos en moneda nacional a 10 años en Chile, México, Brasil y Colombia presentan mayores tasas de interés en 36, 95, 138 y 181 puntos básicos, respectivamente. La desvalorización de los bonos gubernamentales en la región ha ido acompañada, en algunos casos, de una reducción de las tenencias de bonos por parte de los inversionistas no residentes. En esa línea, entre diciembre de 2021 y marzo de 2022 la participación de los inversionistas extranjeros en Brasil, México y Perú han disminuido en 1,2; 0,2 y 1,7





puntos porcentuales, respectivamente, mientras que en Colombia la tenencia subió en 0,16 por ciento.

Asimismo, las tasas de rendimiento a 10 años de los bonos denominados en dólares aumentaron entre el 31 de marzo y el 13 de junio, en línea con el incremento en las tasas de los bonos estadounidenses. Para México, Brasil, Chile, Perú y Colombia los incrementos fueron de 139, 144, 152, 152 y 181 puntos básicos, respectivamente. Por su parte, el bono estadounidense subió en 102 puntos básicos, de 2,34 por ciento en marzo a 3,37 por ciento en junio de 2022.

Gráfico 70
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)

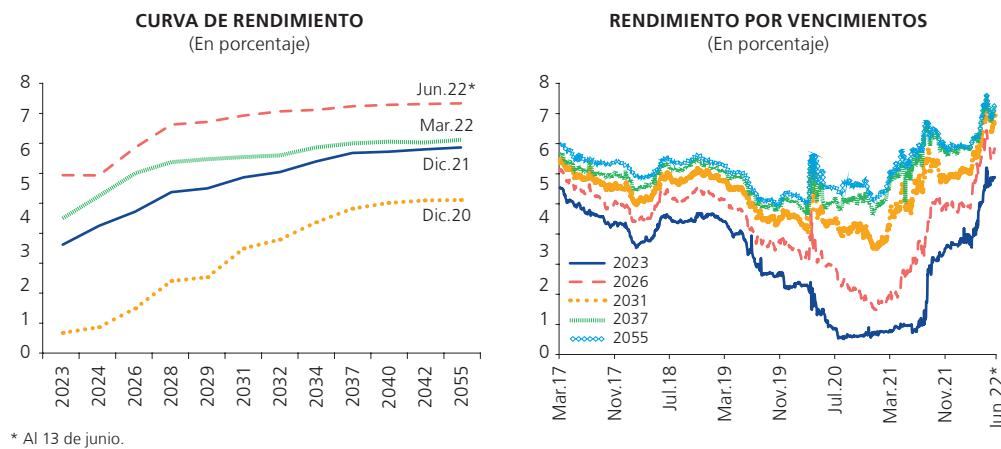


*Al 13 de junio.
Fuente: MEF y Reuters.

La curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP) con tasa fija presenta un incremento promedio de 121 puntos básicos entre marzo y junio de 2022. Las mayores desvalorizaciones ocurrieron en el tramo corto y medio de la curva. Así, la tasa de rendimiento del BTP 2023 se incrementó en 144 puntos básicos, pasando de 4,47 por ciento en marzo a 5,91 por ciento en junio. Este aumento es similar al de la tasa de referencia durante el mismo periodo (150 puntos básicos). Desde mayo, las presiones al alza en las tasas de interés provinieron, además, de una medida legislativa que permite un nuevo retiro extraordinario de fondos de las AFP que originaría una liquidación de valores gubernamentales en un periodo corto de tiempo. Luego de la aprobación de la ley de retiro, el 9 de mayo las tasas de rendimiento de los BTP 2028, 2029, 2032, 2034, 2040, 2042 y 2055 alcanzaron nuevos máximos históricos desde sus fechas de colocación. En términos de liquidez, en abril la negociación en el mercado secundario a través de la plataforma Dataotec (S/ 12 494 millones) fue inferior al primer trimestre de 2022 (S/ 12 563 millones) y al promedio mensual de 2021 (S/ 17 578 millones).

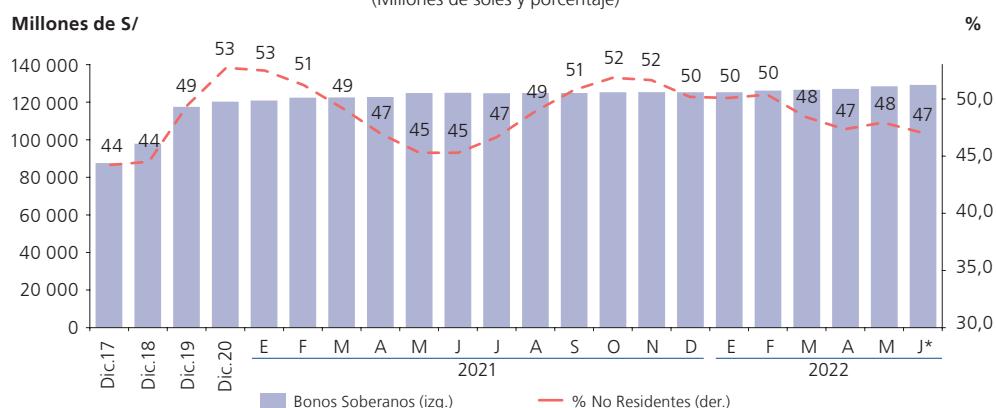
Adicionalmente, las presiones inflacionarias se han reflejado en el mercado de bonos mediante un incremento en el *spread* entre los BTP nominales y aquellos con Valor Adquisitivo Constante (VAC). Específicamente al plazo de 10 años, este diferencial ha subido de 2,88 a 3,54 por ciento entre marzo y junio de 2022.

Gráfico 71



El saldo de bonos soberanos ascendió a S/ 129 mil millones al 15 de junio de 2022. Los inversionistas no residentes redujeron sus tenencias de bonos soberanos en S/ 562 millones entre marzo y junio de 2022, con lo cual su participación se redujo ligeramente de 48 a 47 por ciento. La estructura de las tenencias de bonos ha cambiado significativamente desde marzo de 2020 en respuesta a los retiros extraordinarios de fondos de las AFP y a la alta volatilidad de los mercados financieros globales y locales. En consecuencia, entre marzo de 2020 y mayo de 2022, las empresas bancarias y compañías de seguros aumentaron su participación en los saldos de bonos en 10 y 2 puntos porcentuales, respectivamente; en tanto que las AFP y no residentes la disminuyeron en 9 y 3 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfico 72
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de soles y porcentaje)



* Al 15 de junio.

Nota: Hasta febrero de 2022 excluye los bonos indexados a la inflación, Global Depository Notes (GDN) y transacciones en Euroclear de no residentes. A partir de marzo, se incluye los bonos soberanos nominales y VAC y se excluye los GDN.

Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.



**Recuadro 2****IMPACTO EN PRECIOS DE LA REDUCCIÓN TEMPORAL DE IMPUESTOS A ALGUNOS PRODUCTOS**

En un contexto de incremento de los precios internacionales de insumos, agudizado por la guerra entre Rusia y Ucrania, diversos países han dispuesto medidas para atenuar los efectos sobre sus economías. Este recuadro explora los efectos de la reducción temporal del Impuesto General a las Ventas (IGV) para algunos productos de la canasta básica, medida adoptada en el Perú para atenuar el efecto traspaso de los precios internacionales a los precios al consumidor.

Experiencia internacional: medidas implementadas

A nivel internacional las medidas adoptadas ante los aumentos de precios incluyen principalmente reducciones de impuestos, concesiones y ampliaciones de subsidios, y transferencias monetarias a los hogares, de acuerdo con el reporte del Fiscal Monitor del FMI de abril de 2022 (ver último cuadro del Recuadro 5). Por ejemplo, Polonia, Turquía y Perú redujeron los impuestos a ciertos productos. Otros países como Bélgica, Corea del Sur, Francia, Italia, Nueva Zelanda, Serbia, Tailandia, y Turquía implementaron reducciones temporales o exenciones de impuestos sobre consumos específicos del sector energía. En Brasil, Irak y Turquía se han anunciado disminuciones o suspensiones temporales de los aranceles de alimentos.

No obstante, estas medidas pueden tener costos fiscales significativos. Por ello, el FMI recomienda que estas medidas de compensación prioricen a los sectores más vulnerables. En el mismo sentido, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) señala que en el caso de los impuestos al consumo (como el IGV) la evidencia sugiere que las exoneraciones o tasas preferenciales no son una forma efectiva de lograr el objetivo de ayudar más a los sectores de menores ingresos. Por el contrario, recomienda recurrir lo menos posible a este tipo de medidas y utilizar instrumentos focalizados que estén directamente dirigidos a aumentar los ingresos reales de los hogares más pobres y los servicios públicos para estos¹³, sin afectar el ajuste de precios que incentive el aumento de la oferta. Esta estrategia reduciría el impacto fiscal y preservaría los incentivos de mercado para aumentar la oferta de alimentos y energía.

Las medidas adoptadas en el Perú

En el Perú se han dispuesto medidas de reducción de impuestos y aumento de subvenciones, en particular: (i) reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) de combustibles; (ii) exoneración temporal (por tres meses) del Impuesto General a las Ventas (IGV) a cinco bienes finales (pollo, huevos, pastas alimenticias sin cocer ni rellenar, pan y azúcar) y a insumos de carne de pollo y huevos, fideos, pan y azúcar; (iii) subvención adicional extraordinaria de S/ 200, S/ 250 y S/ 300 para usuarios de los Programas JUNTOS, Pensión 65 y Contigo, respectivamente.

Con respecto a la **reducción temporal del IGV**, el 2 de abril de 2022¹⁴ el gobierno anunció por primera vez esta posibilidad. Mediante la Ley 31452, promulgada el 14 de abril de 2022, se exoneró del IGV, desde el 1 de mayo al 31 de julio de 2022 a un conjunto de alimentos: carne de pollo (fresca, refrigerada o congelada), huevos frescos de gallina, azúcar, fideos sin cocer ni rellenar y pan. Esta Ley estableció que las empresas que comercialicen los bienes exonerados podrán aplicar como crédito fiscal el IGV correspondiente a las adquisiciones y/o importaciones de los principales insumos requeridos en el proceso productivo, los cuales serán determinados mediante decreto supremo del MEF.

13 OECD/KIPF (2014), The Distributional Effects of Consumption Taxes in OECD Countries, OECD Tax Policy Studies, No. 22, OECD Publishing, Paris.

14 <https://elperuano.pe/noticia/142566-ministro-de-economia-anuncia-reduccion-del-isc-a-los-combustibles-hasta-en-90>

El 30 de abril se promulgó el D.S. 083-2022-EF que contiene las normas reglamentarias de la Ley 31452. Esta norma especificó la lista de insumos para producir los bienes exonerados que generan crédito fiscal:

- a) Carne de pollo: pollos en pie, huevos fecundados para incubación, maíz, grasa y aceite de pescado, de soya y de maíz, y varios preparados alimenticios para aves.
- b) Huevos de gallina: pollos en pie, maíz, grasas y aceite de pescado, de soya y de maíz, y diversos preparados alimenticios para las aves.
- c) Azúcar: caña de azúcar.
- d) Fideos sin cocer ni rellenar: Trigo y harina de trigo.
- e) Pan: trigo, harina de trigo, gluten de trigo, levaduras, mejoradores de panificación y salvado moyuelos y demás residuos de molienda u otro tratamiento del trigo.

Además, este Decreto Supremo reafirmó que las empresas que comercialicen los bienes exonerados por la Ley N° 31452 podrán aplicar como crédito fiscal el IGV correspondiente a las adquisiciones y/o importaciones de los insumos listados en el decreto, requeridos en el proceso productivo de los bienes exonerados. Este crédito fiscal no podrá aplicarse contra otros impuestos del Tesoro ni podrá ser sujeto de devolución vía la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (SUNAT), sino que solo se utilizará contra el débito por otras operaciones gravadas. El crédito se recuperará a partir de agosto, cuando vuelvan a ser gravados con el IGV. La lista de insumos que darán lugar a crédito fiscal no incluye todos los insumos utilizados en la producción de los bienes exonerados.

Impacto estimado de la reducción temporal del IGV

De acuerdo con información diaria de los precios minoristas de Lima reportados por el Sistema de Abastecimiento y Precios (SISAP) del Midagri acerca de los productos afectos a la reducción temporal del IGV, se espera un impacto acotado de la medida durante la primera semana de aplicación. El precio promedio de los bienes afectos (sin incluir el pan ni las pastas) habría disminuido en aproximadamente 2,5 puntos porcentuales entre la cuarta semana de abril y la primera semana de mayo. Durante ese mismo periodo, se estima que el precio promedio de otros bienes no afectos a la medida, como aceite, arroz y leche evaporada, no registraron reducciones.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS MINORISTAS DE BIENES AFECTOS Y NO AFECTOS A LA REDUCCIÓN DEL IGV

(Índice: 16 de marzo de 2022=100)



Fuente: Sistema de Abastecimiento y Precios (SISAP) del Midagri, Elaboración propia.

Respecto a estos impactos iniciales de la medida, se debe mencionar que otros hechos pudieron afectar la cotización de estos productos y atenuar los efectos de la reducción temporal del IGV. Para aislar estos





efectos, se puede comparar la evolución de los precios reportados en los mercados con información de los precios de los supermercados, tomando en cuenta que los primeros cuentan parcialmente con un grado de informalidad que los haría menos sensibles a modificaciones del IGV.

En ese sentido, cuando se analiza información diaria de supermercados se observa que algunos productos pertenecientes al grupo de bienes afectados por la medida redujeron significativamente sus precios entre 14 y 16 por ciento en promedio durante la primera semana de mayo. El gráfico siguiente muestra la dinámica del promedio de los precios de cada uno de los productos "gruesos" o presentaciones estándar de azúcar, pollo, pan y huevo; y los contrasta con la evolución del precio promedio de algunas variedades similares a los productos afectos a la medida. Por ejemplo, entre las presentaciones o variedades similares que no variaron o que incluso subieron de precio están las tostadas, partes de pollo con mayor procesamiento, y otros tipos de azúcares como la morena o la de coco, entre otras.

EVOLUCIÓN DE PRECIOS DE PRODUCTOS AFECTOS Y NO AFECTOS EN SUPERMERCADOS

(índice =100 al 16 de marzo)



Fuente: Página web de supermercados.

El cuadro siguiente muestra el resumen de las variaciones porcentuales de precios en la primera semana de vigencia de la reducción a través de los rubros referidos. El cuadro resume el seguimiento de productos específicos diferenciados por marca, peso y la especificación con las que se venden en los supermercados. Se trata de 15 productos de azúcar, 10 productos de huevo, 122 tipos de panes y 39 tipos de pollos.

VARIACIONES PORCENTUALES DE PRECIOS ENTRE EL 30 DE ABRIL Y EL 7 DE MAYO DE 2022

(Promedio)

Productos	No afectos*		Afectos	
	Número	Variación	Número	Variación
Azúcar	4	8,6	11	-14,3
Huevo	3	0,0	7	-14,3
Pan	45	3,0	77	-17,5
Pollo	16	6,5	23	-14,1
Total	68	4,0	118	-16,3

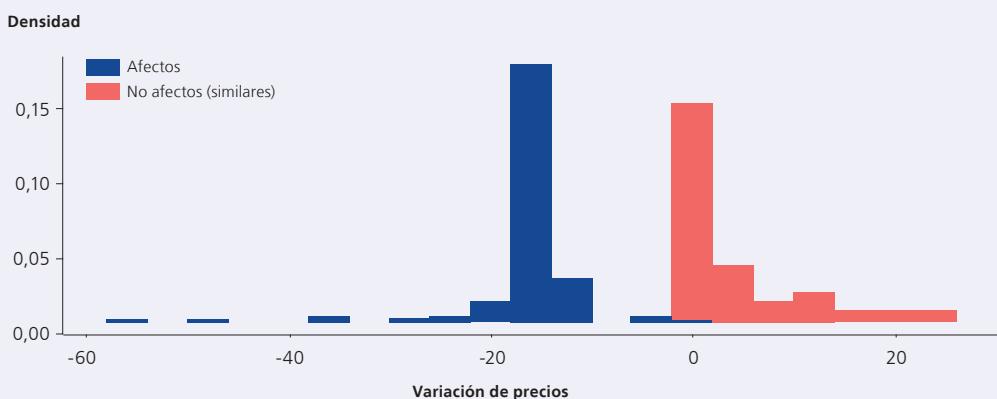
* Dentro de las variedades o productos similares no afectos a la medida se consideran por ejemplo azúcar (morena, de coco, importada In the Raw), pollo (preparados con pollo), huevos (clara de huevo, huevo de codorniz), pan (diversas tostadas, algunos precocidos, panes con ingredientes adicionales).

Fuente: Páginas web de supermercado.

El histograma siguiente muestra la heterogeneidad en las variaciones de precios. Por ejemplo, el salto más extremo es el del *pan petipan de supermercados*, que cayó 57%, de S/ 6.9 el 30 de abril a S/ 2.95

el primero de mayo, precio vigente hasta la segunda semana de mayo. Sin embargo, se observa que las variaciones de precios de los productos afectados se concentraron alrededor de -14 y -16 por ciento.

HISTOGRAMA DE LA VARIACIÓN PORCENTUAL DE PRECIOS ENTRE EL 30 DE ABRIL Y EL 7 DE MAYO DE 2022



Fuente: Página web de supermercados.

La evidencia inicial sugiere que la reducción temporal del IGV tuvo un impacto diferenciado en los precios finales según el lugar de venta de los productos afectos a la medida. Así, se observa una reducción de los precios entre 14 y 16 por ciento en promedio en el caso de los supermercados, pero menores al 3 por ciento en promedio en el caso de los mercados de abasto. Este resultado probablemente se deba a que estos últimos operan con un cierto grado de informalidad, que los hace menos sensibles a las modificaciones del IGV.



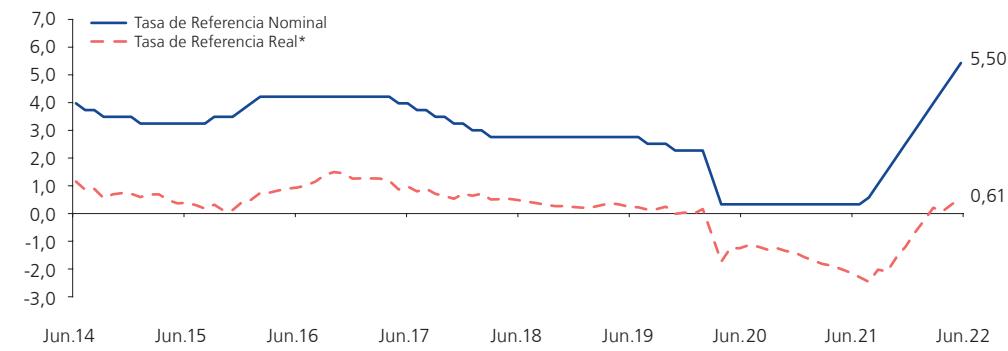


V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

50. Entre marzo y junio de 2022, el Directorio del BCRP continuó con la normalización de la posición de política monetaria iniciada en agosto de 2021. Así, luego del incremento de la tasa de referencia en 375 puntos básicos, acumulados durante las sesiones de política monetaria llevadas a cabo entre agosto de 2021 y marzo de 2022, el Directorio del BCRP decidió elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 150 puntos básicos adicionales entre abril y junio del presente año (50 puntos básicos en cada sesión), acumulando así once incrementos en total. De esta manera, la tasa de interés de referencia pasó de 0,25 por ciento en julio de 2021 (mínimo histórico) a 5,50 por ciento en junio de 2022. Cabe mencionar que la tasa de interés real de referencia se ubica en un nivel positivo (0,61 por ciento en junio de 2022), luego de haber alcanzado un mínimo histórico de -2,53 por ciento en agosto de 2021.

Gráfico 73
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

51. Las decisiones de política monetaria entre marzo y junio de 2022 tomaron en consideración que:
- La tasa de inflación a doce meses se ubicó en 8,09 por ciento en mayo de 2022, manteniéndose por encima del rango meta de inflación del BCRP (entre 1 y 3 por

- ciento), por el recrudecimiento de las alzas de los precios internacionales de insumos alimenticios y combustibles.
- La tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses en mayo de 2022 (4,26 por ciento) se situó también por encima del límite superior del rango meta, aunque en menor magnitud.
 - El aumento significativo de los precios internacionales de energía y alimentos desde la segunda mitad del año pasado, acentuados por conflictos internacionales, ha conllevado a un fuerte incremento de las tasas de inflación a nivel global en magnitudes no vistas en muchos años en las economías avanzadas y de la región. Con ello, se proyecta que la inflación retorne al rango meta entre el segundo y tercer trimestre del próximo año.
 - Se proyecta que la trayectoria decreciente de la inflación interanual se inicie en julio del presente año, debido a la reversión del efecto de diversos factores sobre la tasa de inflación y sus expectativas (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) y a que la actividad económica se ubicará aún por debajo de su nivel potencial.
 - Las expectativas de inflación a doce meses se incrementaron de 4,39 por ciento en marzo a 4,89 por ciento en mayo, por encima del límite superior del rango meta de inflación.
 - La mayoría de los indicadores adelantados y de expectativas sobre la economía se mantienen en el tramo pesimista, pero se recuperaron en mayo.
 - La actividad económica mundial se viene recuperando a un menor ritmo, por la persistencia de los cuellos de botella de la oferta global de bienes y servicios, la reversión de los estímulos monetarios en las economías avanzadas, las medidas de confinamiento en China y los conflictos internacionales.
52. La decisión de la tasa de interés de referencia toma en cuenta las proyecciones de la inflación y sus determinantes, como la evolución de la brecha del producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio, y factores de oferta que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos¹⁵.
- En un contexto de choques de oferta significativos y persistentes es recomendable la respuesta de la política monetaria, ya que aquellos, a pesar de ser transitorios, pueden afectar la formación de las expectativas de inflación, situándolas eventualmente por encima del rango meta. Si la política monetaria no responde de manera oportuna a través del retiro paulatino del estímulo monetario, los agentes económicos pueden internalizar la pasividad de la autoridad monetaria, ajustando su proceso de formación de expectativas de inflación. Así, estas últimas podrían incrementarse de manera persistente, generando con ello presiones inflacionarias adicionales, pues los agentes podrían empezar a otorgar mayor ponderación a la inflación realizada como predictor de la inflación futura.
- En los últimos meses el Banco Central ha realizado los ajustes necesarios a su posición de política monetaria para asegurar que las expectativas de inflación regresen al rango meta en un horizonte de tiempo razonable, en un contexto de mayores precios internacionales de alimentos y energía. En ausencia de una respuesta oportuna, el BCRP habría optado por una política monetaria más restrictiva en el futuro para poder recuperar la credibilidad respecto al control de inflación. De esta manera, los incrementos en la tasa de referencia

15 Las expectativas de inflación hacen referencia a la tasa a la que los agentes económicos esperan que aumente el nivel de precios de una economía. Mientras más bajas y estables sean estas expectativas, las empresas y hogares podrán tomar mejores decisiones de precios y salarios.





necesarios para el control de la inflación serían mayores y, como consecuencia, el impacto potencial sobre la actividad económica sería también mayor.

53. En las sesiones llevadas a cabo entre abril y junio, el Directorio acordó también modificar las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero bajo la modalidad de ventanilla. De este modo, los niveles vigentes son:
- Depósitos *overnight*: 3,50 por ciento anual.
 - Operaciones de reporte directas de títulos valores y de moneda, y créditos de regulación monetaria: i) 6,0 por ciento anual para las primeras 10 operaciones en los últimos 3 meses; y ii) la tasa de interés que fije el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias para las operaciones adicionales a estas 10 operaciones en los últimos 3 meses. Además, el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias podrá establecer tasas superiores en función al monto de las operaciones.

Dado que las operaciones de ventanilla son operaciones de última instancia, los límites de este corredor (inferior y superior) se fijan con el objetivo de incentivar a las entidades financieras a canalizar sus excedentes de liquidez a través del mercado interbancario.

54. En términos de comunicación, el Directorio del BCRP decidió mantener entre abril y junio el enunciado sobre perspectivas, aunque se eliminó la expresión "de ser necesario" para indicar un tono más *hawkish*: "*El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de las expectativas de inflación y la actividad económica, para considerar modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección*".

Cuadro 28
MENSAJES DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP

Sesión	Mensajes de la Nota Informativa
Marzo 2022	<ul style="list-style-type: none">El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 4,0 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria.El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus expectativas y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección. Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades.
Abril 2022	<ul style="list-style-type: none">El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 4,50 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria.El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de las expectativas de inflación y la actividad económica, para considerar modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección.
Mayo 2022	<ul style="list-style-type: none">El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 5,0 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria.El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de las expectativas de inflación y la actividad económica, para considerar modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección.
Junio 2022	<ul style="list-style-type: none">El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó elevar la tasa de interés de referencia en 50 pbs. a 5,50 por ciento, continuando con la normalización de la posición de política monetaria.El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de las expectativas de inflación y la actividad económica, para considerar modificaciones adicionales en la posición de la política monetaria que garanticen el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección.

Adicionalmente, en un contexto de menor volatilidad en los mercados financieros, el Directorio decidió suprimir el texto: *"Los mercados financieros han continuado mostrando volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades"*.

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

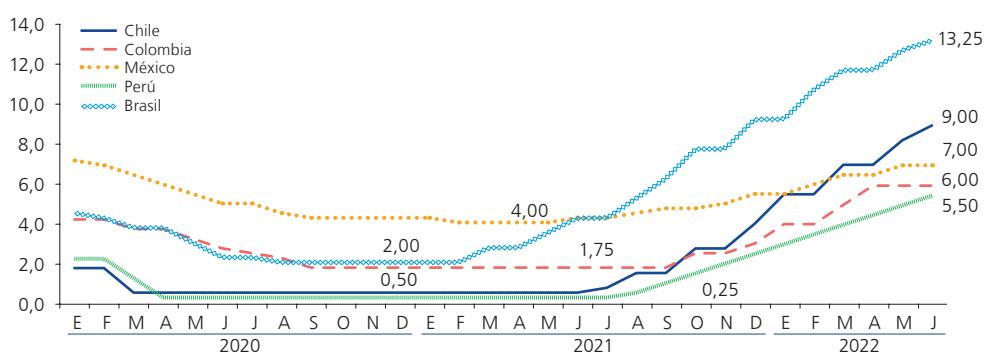
Gráfico 74
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(Porcentaje y valor del índice)



* 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.

56. La normalización de la postura monetaria se ha dado de una forma más acelerada que en otros episodios, en un contexto de presiones inflacionarias y de una recuperación de la actividad económica más rápida que la prevista inicialmente. La tasa de interés de política monetaria de Perú (5,50 por ciento) es una de las más bajas de la región.

Gráfico 75
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA: JUNIO 2022*
(En porcentaje)



* Al 16 de junio.
Fuente: Bancos centrales.





En 2021 los bancos centrales de la región iniciaron un ciclo de alzas de tasas de interés de política monetaria, en función a sus proyecciones de inflación y de actividad económica. En la mayoría de los casos, esto implicó un análisis de balance de riesgos entre frenar la recuperación económica tras el COVID-19 o permitir un desalineamiento de la inflación y las expectativas de inflación con respecto al nivel meta. Esto último ocurría en un contexto en el que progresivamente iban apareciendo presiones inflacionarias a nivel global por aumento de cotizaciones de combustibles, insumos alimenticios y, en general, la crisis en la cadena global de suministros pospandemia.

Medidas adicionales del BCRP

57. El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 56,7 mil millones a fines de 2021 a S/ 50,2 mil millones al 13 de junio de 2022, principalmente por la amortización de repos de cartera con garantía estatal del programa Reactiva Perú (S/ 8,6 mil millones) y en menor medida por los vencimientos de repos de monedas (S/ 1,3 mil millones). Esta evolución fue compensada parcialmente por operaciones repo de valores (S/ 3,5 mil millones). Este saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 5,6 por ciento del PBI, del cual S/ 30,2 mil millones corresponden a repos de cartera de crédito con garantía estatal.

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

Gráfico 76
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En millones de soles)



* Al 13 de junio.

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

Fuente: BCRP.

Cuadro 29
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Otros**	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct-08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov-08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic-08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Ene-09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb-09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar-09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic-14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar-15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun-15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set-15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic-15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
	Feb-20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
Crisis COVID-19	Mar-20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Abr-20	13 015	10 030	0	0	0	250	23 295
	May-20	15 060	10 145	0	0	19 017	260	44 482
	Jun-20	14 947	8 095	0	0	24 338	260	47 640
	Set-20	8 604	5 895	0	0	47 002	304	61 805
	Dic-20	6 309	5 970	0	0	50 729	1 785	64 793
	Ene-21	6 554	6 030	0	0	50 497	2 258	65 339
	Mar-21	4 454	2 430	0	0	49 907	2 812	59 603
	Jun-21	6 476	1 922	0	0	47 968	4 408	60 774
	Set-21	6 470	1 842	0	0	43 770	6 590	58 672
	Oct-21	4 383	1 902	0	0	42 283	7 489	56 057
	Nov-21	4 913	1 942	0	0	40 475	8 251	55 581
	Dic-21	5 963	3 342	0	0	38 827	8 519	56 651
	Ene-22	5 462	2 742	0	0	37 095	8 514	53 813
	Feb-22	6 989	2 452	0	0	35 745	8 505	53 691
	Mar-22	5 962	1 522	0	0	33 910	8 503	49 897
	Abr-22	6 662	2 682	0	0	32 508	8 500	50 353
	May-22	8 562	2 177	0	0	30 803	8 478	50 020
	Jun-22*	9 462	2 077	0	0	30 183	8 464	50 186

* Al 13 de junio.

** 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.

58. El saldo máximo de operaciones de inyección se registró a fines de enero de 2021. A partir de entonces este se ha venido reduciendo, dado que las amortizaciones del programa Reactiva Perú implican una disminución en el saldo de repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional. Esta dinámica ha sido compensada parcialmente por otros programas





como repos de reprogramación de créditos y repos de expansión del crédito a largo plazo, en adición a las compras de BTP. Por otro lado, las reprogramaciones de créditos en el marco de Reactiva Perú han servido para ampliar el plazo de las operaciones de inyección.

Cuadro 30
PROGRAMAS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ
(En miles de millones de soles)

Programa	Dic.19	Dic.20	Ene.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Jun.22*
Repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional	0	50,7	50,5	48,0	43,8	38,8	30,2
del cual: saldo de repos para reprogramación	0	0,0	0,0	0,0	9,2	14,2	15,3
Repos de reprogramación de créditos	0	0,5	1,1	2,5	4,2	4,8	4,7
Repos de expansión del crédito a largo plazo	0	0	0,2	0,2	2,2	5,5	5,5
Compra de Bonos del Tesoro Público**	0	1,3	1,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Resto***	17,4	12,2	12,1	8,0	6,3	5,4	7,6
Total	17,4	64,8	65,3	60,8	58,7	56,7	50,2

*Al 13 de junio.

** A valor de adquisición.

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

Fuente: BCRP.

59. Adicionalmente, el BCRP continuó con la colocación de *swaps* de tasas de interés (STI) entre 3 y 9 meses (instrumentos que fueron creados en diciembre de 2020). Los STI son instrumentos derivados denominados en moneda nacional, en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable (capitalización del Índice Interbancario *Overnight*, ION), a cambio del compromiso de la entidad participante de pagar una tasa de interés fija igual a la ofrecida en la subasta (o la tasa de interés establecida por el BCRP en la colocación directa). Estas operaciones contribuyen al calce de plazos, en un contexto de expectativa de subida de tasas de interés, y también al desarrollo del mercado de *swaps* en soles. El saldo de STI al 13 de junio de 2022 asciende a S/ 8 645 millones, de los cuales S/ 1 000 millones corresponden a STI a 3 meses, S/ 1 575 millones a 6 meses y S/ 6 070 millones a 9 meses.
60. Por el lado de la esterilización monetaria, el BCRP ha continuado realizando colocaciones de certificados a tasa variable (CDV BCRP). Este instrumento, que originalmente se creó en 2010, fue reactivado, por primera vez desde 2015, a partir del 18 de agosto de 2021, para ofrecer a las entidades financieras una cobertura contra el riesgo de aumento de tasas de interés. Al 13 de junio el saldo de CDV BCRP se ubica en S/ 17 435 millones.
61. En lo referente al régimen de encaje en moneda nacional, desde mayo de 2022 rige una tasa de encaje mínimo legal de 6 por ciento, tras un periodo de elevación de los requerimientos que tuvo como objetivo reforzar el control monetario del BCRP en un contexto de retiro gradual del estímulo monetario.

Actualmente, el requerimiento de encaje en soles es el máximo entre (i) la suma del monto que resulta de aplicar la tasa de encaje del periodo base (julio de 2021) al Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) de dicho periodo, más el que resulta de aplicar una tasa de encaje marginal de 25 por ciento al aumento del TOSE con respecto al periodo

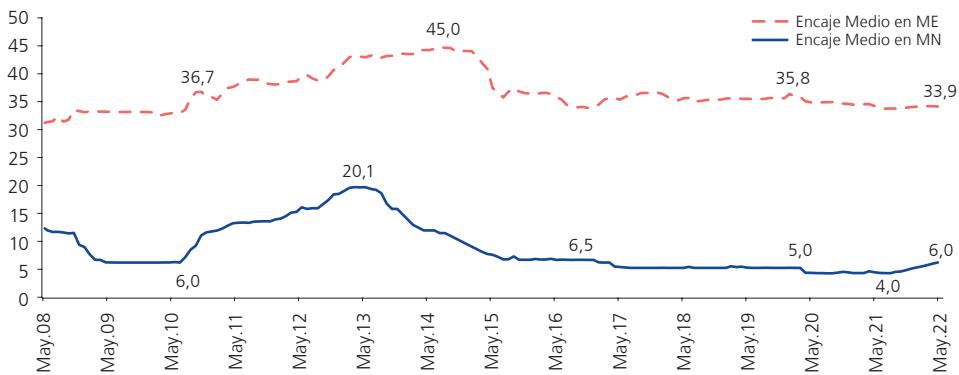
base; y (ii) el monto que resulta de aplicar el encaje mínimo legal al TOSE. Adicionalmente, a partir de noviembre de 2021 rige un encaje medio máximo equivalente al 6,0 por ciento del flujo del TOSE del periodo de evaluación, el cual permite mantener una baja dispersión en las tasas medias de encaje entre entidades financieras.

Cuadro 31
ELEVACIÓN DE TASAS DE ENCAJE EN SOLES
(En porcentaje)

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

Fuente: BCRP.

Gráfico 77
TASA DE ENCAJE EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(Porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)



Fuente: BCRP.

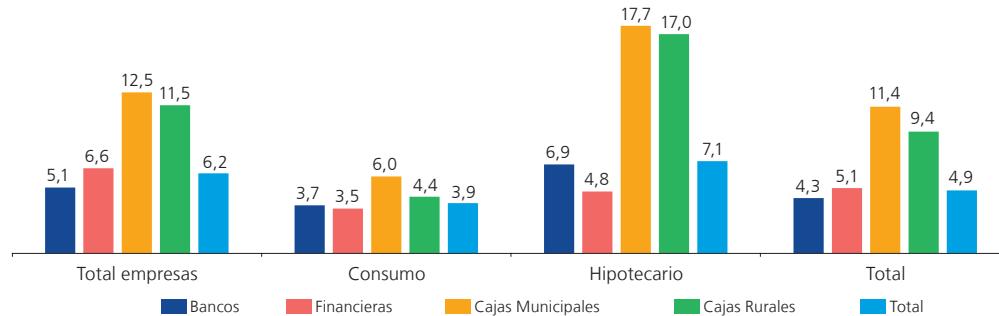
62. El saldo de reprogramaciones de crédito de las sociedades de depósitos ha continuado disminuyendo. El saldo total de créditos reprogramados a abril de 2022 (S/ 19,5 mil millones) es inferior en S/ 109 mil millones al observado en junio de 2020 (S/ 128 mil millones, equivalente al 35,6 por ciento de la cartera), lo cual se explica por el pago de las reprogramaciones en línea con la recuperación de la economía.

Al 30 de abril de 2022, las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) mantienen un saldo de créditos reprogramados de alrededor de S/ 19,5 mil millones, equivalentes al 4,9 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias. Asimismo, a abril de 2022, se encuentra reprogramado el 6,2 por ciento de la cartera del total de empresas y el 3,9 por ciento de la cartera de consumo. Las entidades especializadas en microfinanzas tienen reprogramadas al menos el 5 por ciento de sus carteras.





Gráfico 78
CRÉDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS^{1/}: ABRIL 2022
(Porcentaje del total de créditos)



1/ Bancos, financieras, cajas municipales y cajas rurales.

Fuente: Balances de comprobación de sociedades depositarias.

Operaciones Monetarias

63. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario, contribuyendo con ello a que la tasa de interés interbancaria se ubique sobre su nivel de referencia. Para ello, entre diciembre de 2021 y mayo de 2022, el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento neto de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 8 353 millones), de CD BCRP (S/ 7 707 millones) y de CDR BCRP (S/ 1 350 millones), y la colocación neta de Repos de Valores (S/ 2 599 millones) y de la subasta de Fondos del Tesoro Público (S/ 1 742 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por la amortización de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 8 024 millones) y de Repos de Cartera (S/ 41 millones), la colocación neta de CDV BCRP (S/ 5 470 millones) y el vencimiento neto de Repos de Monedas (S/ 1 165 millones).

Cuadro 32
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.20	Dic.21	May.22	Dic.20	Dic.21	May.22
Esterilización Monetaria						
1. CD BCRP	41 067	14 347	6 640	0,74	0,84	4,59
2. CDR BCRP	6 392	1 350	0	0,18	0,57	-
3. CDV BCRP	-	12 664	18 135	-	-	-
4. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	43 714	15 110	6 757	0,23	2,35	4,29
Inyección Monetaria						
5. Repos de Monedas	5 970	3 342	2 177	2,80	2,29	3,57
6. Repos de Valores ^{1/}	6 309	5 963	8 562	1,09	1,81	3,91
7. Repos de Cartera	464	6 441	6 400	0,50	1,26	1,27
8. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	50 729	38 827	30 803	0,50	0,50	0,50
9. Subastas de fondos del Tesoro Público	200	4 632	6 374	3,18	2,37	5,22
Memo						
Repos de Reprogramación de Cartera con Garantía Estatal	-	14 230	15 341	0,50	0,50	0,50
Repos de Reprogramación de Créditos	497	4 803	4 763	0,50	0,71	0,72
- Repos de Valores	34	657	656	0,50	0,76	0,76
- Repos de Cartera	463	4 146	4 107	0,50	0,71	0,71
Repos de Expansión de Crédito de Largo Plazo	-	5 540	5 538	-	2,11	2,11
- Repos de Valores	-	3 045	3 045	-	2,00	2,00
- Repos de Cartera	-	2 295	2 293	-	2,26	2,26
- Repos de Moneda	-	200	200	-	2,00	2,00
Swap de Tasa de Interés	-	37 777	9 945	-	0,45	3,05
Swap Cambiario Venta (Tasa Fija)	-	19 391	29 866	-	0,53	0,83
Swap Cambiario Venta (Tasa Variable)	8 135	18 386	5 458	0,20	0,36	0,67

* Se considera el monto desembolsado del instrumento a la fecha 31 de mayo de 2022. Las tasas corresponden a las operaciones de reporte con las ESF, y los créditos ligados a éstas tuvieron una tasa de 1,40 por ciento.

1/ No considera las Repo de Valores para proveer moneda extranjera.

Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 54 573 millones en diciembre de 2021 a S/ 47 943 millones a fines de mayo de 2022, mientras que el saldo de CD BCRP, CDV BCRP y CDR BCRP pasó de S/ 28 361 millones en diciembre de 2021 a S/ 24 775 millones en mayo de 2022.

**Gráfico 79
SALDO DE OPERACIONES REPO Y DE CD BCRP**
(En millones de soles)



Fuente: BCRP.

Al 31 de mayo de 2022 el saldo de las operaciones de reporte representó el 14,5 por ciento de los activos netos del BCRP (14,8 por ciento en diciembre de 2021). Por el lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del sector público aumentaron su participación de 26,0 por ciento en diciembre de 2021 a 30,9 por ciento en mayo de 2022. Por su parte, los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 11,8 por ciento en diciembre de 2021 a 9,5 por ciento en mayo de 2022. Además, el circulante aumentó su participación de 22,6 por ciento en diciembre de 2021 a 22,9 por ciento en mayo de 2022.

**Cuadro 33
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**
(Como porcentaje de los activos netos)

	Dic.20	Dic.21	31 May.22
I. Activos netos	100	100	100
Reservas Internacionales Netas	80,7 (US\$ 74 707 mills.)	84,6 (US\$ 78 495 mills.)	84,9 (US\$ 76 109 mills.)
Repos	18,9	14,8	14,5
Bonos soberanos	0,4	0,6	0,6
II. Pasivos netos	100	100	100
1. Depósitos totales del Sector Público	20,7	26,0	30,9
En moneda nacional	17,4	23,9	27,2
En moneda extranjera	3,3	2,1	3,7
2. Depósitos totales del sistema financiero	19,3	22,2	23,5
En moneda nacional	4,3	3,9	4,1
En moneda extranjera	15,0	18,4	19,4
3. Instrumentos del BCRP	27,2	11,8	9,5
CD BCRP	12,3	3,9	2,0
CDV BCRP	0,0	3,4	5,5
CDR BCRP	1,9	0,4	0,0
Depósitos a Plazo	10,6	3,2	1,4
Depósitos <i>overnight</i>	2,4	0,9	0,6
4. Circulante	21,4	22,6	22,9
5. Otros*	11,4	17,4	13,2

*Incluye patrimonio y otras cuentas.

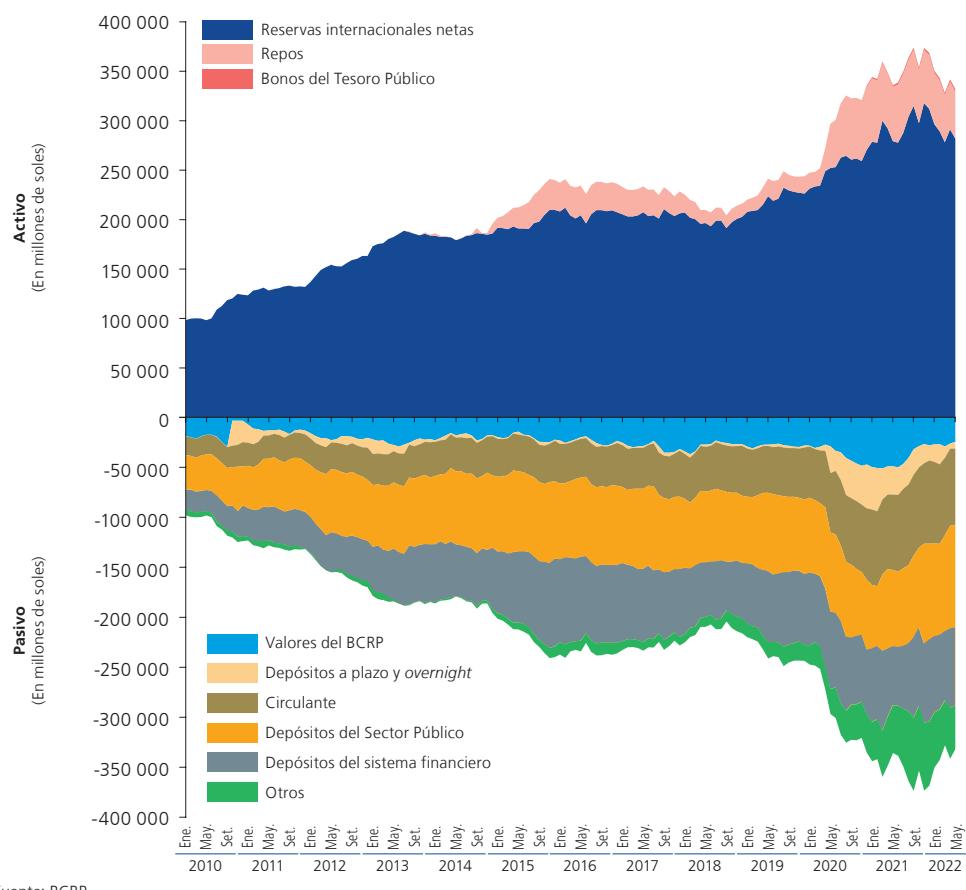




El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, al 31 de mayo de 2022 los activos del BCRP ascienden a S/ 331 625 millones, equivalentes a 37,2 por ciento del PBI, por debajo del nivel observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI).

En el periodo de enero a mayo, la emisión primaria se ha venido reduciendo, principalmente por la esterilización fiscal producto de los ingresos por regularización de impuesto a la renta correspondiente al ejercicio gravable 2021 (S/ 13,8 mil millones).

Gráfico 80
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2010-2022



Fuente: BCRP.

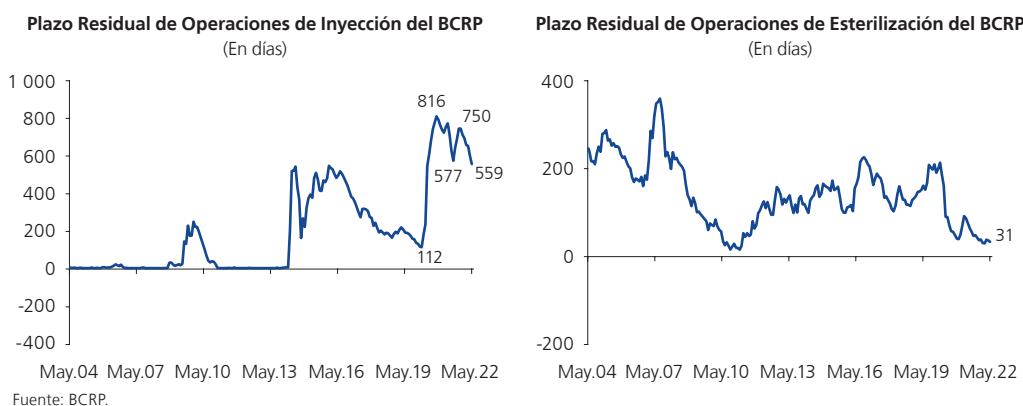
La mayor inyección a plazos largos se refleja en el aumento del plazo residual de estas operaciones tras la declaración del Estado de Emergencia. Las colocaciones de repos con garantía estatal con plazos de hasta 3 años como parte del programa Reactiva Perú en 2020 generaron un incremento del plazo residual de las operaciones de inyección de 112 días en febrero de 2020 a un máximo de 816 días en octubre de 2020.

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

residual de estas operaciones aumentó hasta un máximo de 750 días en noviembre de 2021, fecha a partir de la cual se ha venido reduciendo hasta 559 días en mayo de 2022, en el marco del retiro paulatino del estímulo monetario.

Asimismo, el BCRP ha venido realizando operaciones de esterilización a menores plazos, con lo cual el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero de 2020 a 31 días en mayo de 2022.

Gráfico 81



Fuente: BCRP.

Mercados financieros

64. El retiro del estímulo monetario, reflejado en la elevación de la tasa de interés de referencia desde agosto de 2021, continuó trasladándose a las tasas de interés del sistema financiero. En el segundo trimestre de 2022 el BCRP aumentó la tasa de referencia en 150 puntos básicos, de 4,00 por ciento en marzo a 5,50 por ciento en junio; y dispuso continuar la elevación de los requerimientos de encaje en moneda nacional, de 5,25 por ciento en febrero de 2022 a 6,00 por ciento en mayo de 2022, para complementar los recientes incrementos de la tasa de política monetaria y con ello mejorar el control de la liquidez.

En el mercado interbancario se registraron episodios cortos de eventuales presiones al alza en la tasa de interés *overnight*, en un contexto de mayor demanda por liquidez y de acumulación de numerales (fondos de encaje) en los primeros días del mes, ante la expectativa del mercado asociada al incremento de la tasa de interés de referencia en las próximas sesiones de política monetaria y el consecuente aumento en el costo de fondeo, junto con un aumento en el monto negociado. En abril, mayo y junio se negociaron diariamente en promedio S/ 1 419 millones (cifra más alta desde noviembre de 2018), S/ 1 307 millones y S/ 1 184 millones, respectivamente, por encima del primer trimestre de 2022 (S/ 593 millones) y de 2021 (S/ 225 millones).

En el caso de las tasas de interés preferenciales, las mismas que son altamente representativas del mercado, estas continúan absorbiendo el aumento en la tasa de referencia, y en promedio las tasas activas y pasivas a plazos entre *overnight* y doce meses subieron en 144 y 136 puntos básicos, respectivamente, entre marzo y junio de 2022. Por plazos, los mayores incrementos del segundo trimestre se presentan al plazo de tres meses.





Similarmente, las tasas de interés de la mayoría de segmentos crediticios subieron entre marzo y junio de 2022, hasta alcanzar niveles por encima de los promedios históricos. Las tasas del crédito de consumo y corporativo destacan con los mayores incrementos en sus tasas asociados, en el primer caso, al mayor riesgo asociado y, en el segundo caso, al mayor traspaso.

Asimismo, las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias también han incorporado el impacto del aumento gradual de la tasa de interés de referencia, pero a un ritmo menor respecto a las tasas activas. En el caso de las tasas preferenciales, entre los plazos *overnight* y doce meses aumentaron en promedio 136 puntos básicos entre marzo y junio. En el caso de las tasas de interés de los depósitos a plazo en las empresas bancarias, la remuneración promedio a las empresas es superior a la de las personas (incremento de 158 y 110 puntos básicos, respectivamente) y especialmente a plazos mayores de 90 días. Por su parte, la tasa promedio de los depósitos CTS descendió entre marzo y junio de 2,83 a 2,07 por ciento.

Cuadro 34
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL^{1/}
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Jun.22*	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas	Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	0,1	0,4	0,9	2,6	4,3	5,9
	TIPMN	2,3	1,0	0,9	0,8	0,8	1,1	1,5	2,1
	FTIPMN	1,5	0,1	0,1	0,2	0,3	1,0	2,0	2,8
	Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	0,0	0,2	0,4	1,9	3,5	4,9
	Personas	1,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,7	1,2	1,3
	Empresas	2,3	0,0	0,0	0,2	0,4	1,9	3,5	4,9
	Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	0,2	0,4	0,7	2,2	3,8	5,2
	Personas	1,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,8	1,7	2,4
	Empresas	2,8	0,2	0,2	0,4	0,8	2,2	3,9	5,4
	Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	0,3	0,5	1,0	2,4	4,0	6,0
	Personas	2,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	2,3	4,0
	Empresas	3,1	0,3	0,2	0,5	1,0	2,6	4,3	6,3
Activas	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	0,7	0,8	1,6	2,9	4,4	5,9
	Personas	3,3	1,3	1,3	1,4	1,4	2,9	3,6	5,3
	Empresas	3,3	0,4	0,5	0,6	1,6	2,9	4,7	6,1
	CTS	2,2	1,9	2,5	2,4	2,9	2,3	2,8	2,1
	Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	0,5	0,9	1,5	3,1	4,8	6,6
	TAMN	14,4	12,1	11,2	10,7	10,5	11,2	11,8	12,4
	FTMAN	18,2	17,6	18,0	14,7	16,7	20,9	23,3	24,0
	Corporativos	3,8	2,5	2,2	1,4	2,1	3,2	5,0	6,5
	Grandes Empresas	6,0	4,6	3,9	3,7	4,2	5,7	6,8	8,1
	Medianas Empresas	9,3	6,1	8,0	7,3	7,9	8,8	10,8	11,0
	Pequeñas Empresas	18,0	17,2	18,2	17,6	18,1	19,3	20,3	20,7
	Microempresas	31,3	30,1	32,8	32,4	31,6	32,3	35,6	35,4
	Microempresas ^{3/}	44,5	22,6	40,1	43,1	44,3	38,8	37,3	38,1
	Consumo	40,9	39,5	38,6	38,7	38,8	41,8	42,4	44,2
	Consumo ^{3/}	43,1	41,5	44,2	41,8	42,8	40,4	43,5	42,1
	Hipotecario	7,0	6,4	5,9	5,9	6,4	6,9	7,1	7,9

1/ Tasas en términos anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles. En el caso de los créditos y depósitos a plazo corresponde a las empresas bancarias.

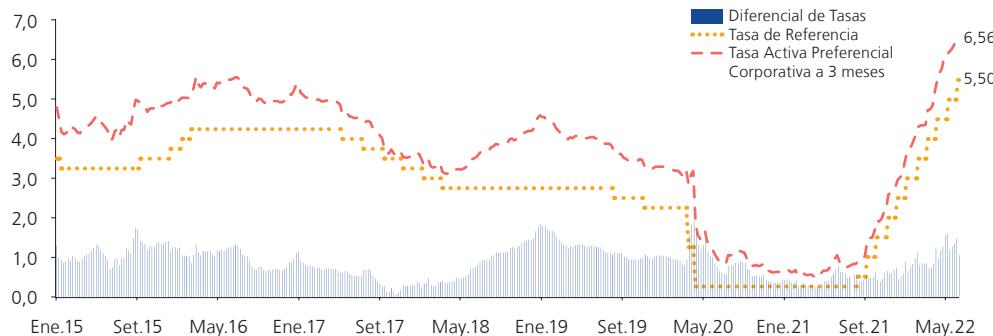
2/ Promedios desde setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

* Al 13 de junio.

Fuente: BCRP y SBS.

Gráfico 82
TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCRP
(En porcentaje)



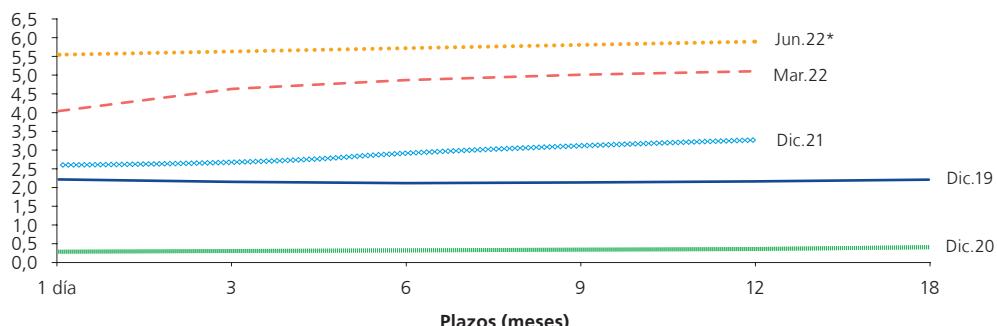
Al 15 de junio.

Fuente: BCRP y SBS.

Desde el inicio del periodo de aumentos consecutivos en agosto de 2021, las tasas preferenciales activas corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses; pasivas preferenciales corporativas a plazos mayores a un mes; crédito a las medianas empresas, consumo y FTAMN han aumentado en mayor magnitud que la variación de la tasa de referencia (525 puntos básicos), asociado por un lado al mayor traspaso en las tasas de interés preferenciales corporativas y por otro lado al alto riesgo de los segmentos de crédito.

65. La curva de rendimiento de los valores del BCRP aumentó en promedio 95 puntos básicos entre marzo y junio de 2022, en línea con el incremento de 150 puntos básicos en la tasa de interés de referencia; y por la expectativa de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de las tasas de interés. En este horizonte, las tasas subieron en 110, 100, 89 y 79 puntos básicos al plazo de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente.

Gráfico 83
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL^{1/}
(En porcentaje)



1/ Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.

* Al 13 de junio.

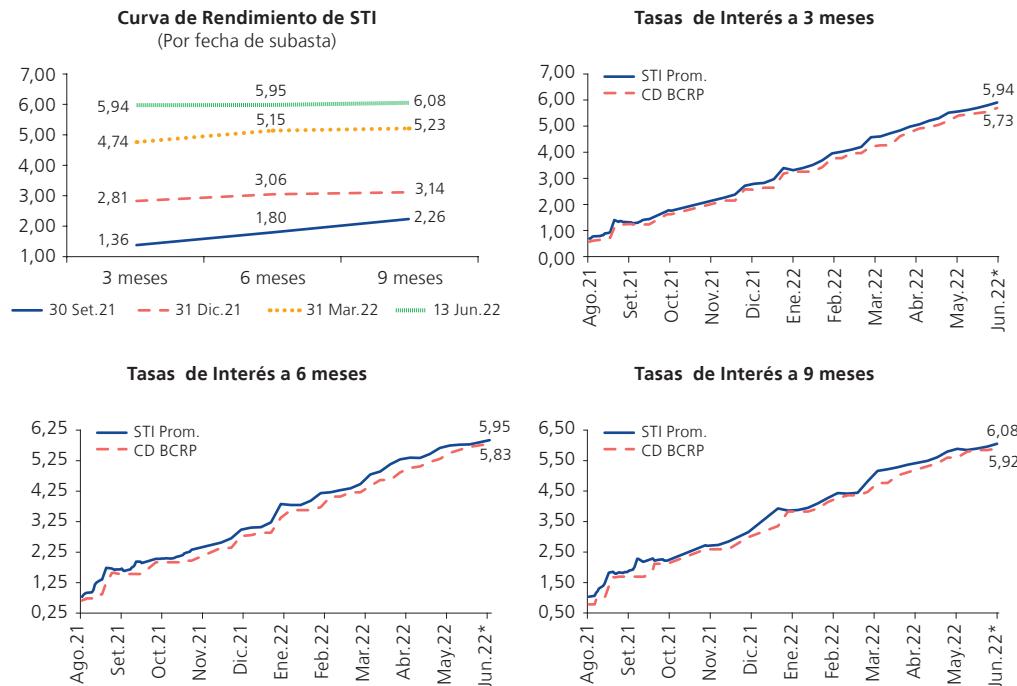
Fuente: BCRP.





Las tasas promedio de las subastas de Swaps de Tasas de Interés (STI) entre la fecha de la primera subasta (23 de agosto de 2021) y el 13 de junio de 2022 han aumentado a los plazos de 3, 6 y 9 meses en 529, 520 y 508 puntos básicos, respectivamente, en línea con la expectativa del mercado de nuevos incrementos en la tasa de interés de referencia. El saldo de STI al 13 de junio asciende a S/ 8 645 millones. En junio y julio vencen S/ 5 445 millones, aproximadamente el 63 por ciento del saldo actual.

Gráfico 84
TASAS DE SWAPS DE TASAS DE INTERÉS ^{1/}
(En porcentaje)



1/ Tasa promedio de las subastas de STI.

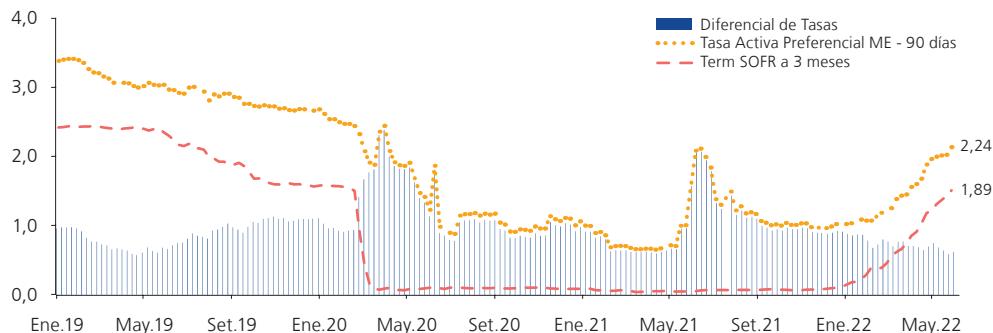
* Al 13 de junio.

Fuente: BCRP.

66. En el caso del mercado monetario en dólares, las tasas de interés, principalmente las tasas activas, incorporaron el incremento en la tasa de política de la Reserva Federal de 125 puntos básicos entre mayo y junio de 2022. Por un lado, la tasa de interés interbancaria *overnight* aumentó en 50 puntos básicos a 1,00 por ciento entre marzo y junio, mientras que las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y 6 meses subieron en promedio 81 y 59 puntos básicos, respectivamente. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa Term SOFR a 3 meses disminuyó de 77 puntos básicos en marzo a 35 puntos básicos en junio de 2022.

Los segmentos de mayor riesgo crediticio presentan mayores incrementos en las tasas de interés, como el caso del sector de pequeñas empresas. Asimismo, la mayoría de tasas de interés se encuentra en junio por debajo del promedio histórico desde setiembre de 2010.

Gráfico 85
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y TERM SOFR A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 15 de junio.

Fuente: Chicago Mercantile Exchange y BCRP.

En el caso de las tasas de interés pasivas pagadas por las empresas bancarias a empresas y personas, estas han subido entre marzo y junio en promedio 57 y 33 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 35
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA^{1/}
(En porcentaje)

	Dic.18	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Jun.22*	Prom. Hist. ^{2/}
Pasivas	Preferencial Corporativa 90 días	2,5	1,6	0,2	0,1	0,7	0,4	0,3	0,6	1,2
	TIPMEX	0,8	0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
	FTIPMEX	1,5	1,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3
	Depósitos hasta 30 días	1,9	1,4	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4
	Personas	1,8	1,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
	Empresas	1,9	1,4	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4
	Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,2	1,5	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
	Personas	1,9	1,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4
	Empresas	2,3	1,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5
	Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,8	1,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	1,1
	Personas	1,3	1,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,7
	Empresas	2,3	1,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	1,0
Activas	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,9	1,4	0,3	0,3	0,4	0,7	0,6	0,6	1,6
	Personas	1,4	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	1,0
	Empresas	2,5	1,8	0,3	0,3	0,5	0,9	0,7	0,8	1,7
	CTS	1,2	1,3	1,0	1,2	1,2	1,2	0,9	1,1	0,8
	Preferencial Corporativa 90 días	3,6	2,7	1,0	0,6	2,0	1,0	1,0	1,4	2,2
	TAMEX	7,9	7,6	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	6,7	6,6
	FTAMEX	7,6	7,1	6,3	6,0	5,7	7,8	7,6	8,1	7,4
	Corporativos	4,0	3,2	2,0	1,8	1,6	2,1	2,1	2,5	2,6
	Grandes Empresas	5,5	5,5	4,5	4,3	4,3	5,0	4,3	4,2	5,1
	Medianas Empresas	6,9	6,6	5,9	5,9	5,9	6,1	5,9	6,5	6,6
	Pequeñas Empresas	9,9	8,8	5,3	7,1	9,7	9,4	10,3	9,4	12,8
	Microempresas ^{3/}	7,6	7,7	4,8	7,2	6,5	11,8	17,1	10,2	11,0
	Consumo ^{3/}				35,3	33,5	35,0	33,1	31,1	33,9
	Hipotecario	6,1	5,6	5,4	5,0	5,2	5,6	5,0	5,1	6,7

1/ Tasas en términos anuales de las operaciones de las empresas bancarias en los últimos 30 días. En el caso de los créditos y depósitos a plazo corresponde a las empresas bancarias.

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 13 de junio.

Fuente: BCRP y SBS.



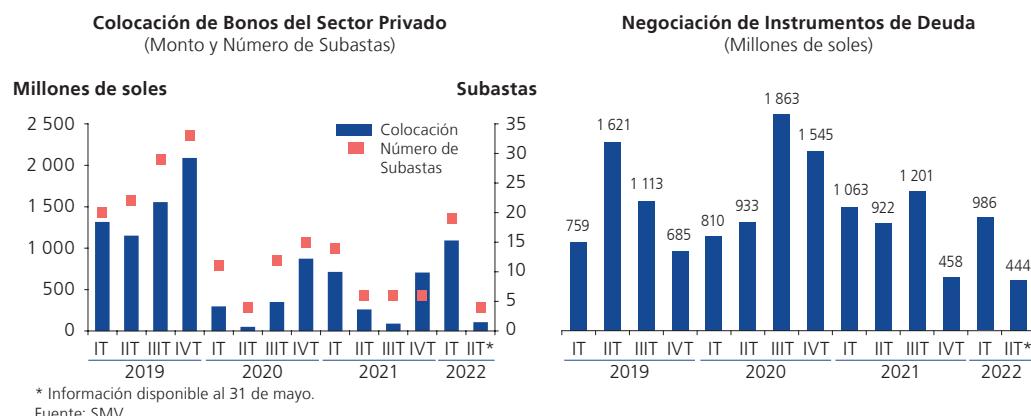


Mercado de renta fija

67. En el segundo trimestre de 2022 las empresas peruanas accedieron a financiamiento en los mercados de capitales local y externo a un ritmo menor al del primer trimestre, en un entorno de mayor riesgo en los mercados financieros y un mayor costo de endeudamiento por las políticas monetarias más restrictivas a nivel mundial. En el mercado de capitales local se colocaron en abril S/ 109 millones por oferta pública en cuatro subastas y ninguna subasta en mayo, por debajo del total del primer trimestre de 2022 (S/ 1 093 millones). Además, en el mercado externo dos empresas peruanas vendieron valores por un total de US\$ 1 100 millones en lo que va del segundo trimestre de 2022. Primero, el Consorcio Transmantaro colocó el 4 de abril US\$ 500 millones al plazo de 16 años, a una tasa cupón de 5,2 por ciento y *spread* sobre la tasa de rendimiento sobre el bono del tesoro americano a similar plazo de 277 puntos básicos. Luego, el 7 de abril el Fondo MiVivienda vendió valores por US\$ 600 millones, a una tasa cupón de 4,625 por ciento, plazo de 5 años y *spread* sobre bono del tesoro americano y global de 200 y 104 puntos básicos, respectivamente.

La negociación de valores promedio de deuda en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en el segundo trimestre de 2022 (al 13 de junio) ascendió a S/ 222 millones, por debajo al promedio trimestral transado en el primer trimestre (S/ 329 millones) y en 2021 (S/ 304 millones).

Gráfico 86
MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



* Información disponible al 31 de mayo.

Fuente: SMV.

Asimismo, entidades no residentes realizaron colocaciones internacionalmente en el segundo trimestre, al 27 de mayo, por S/ 390 millones, por debajo al total del primer trimestre de 2022 (S/ 669 millones). Las colocaciones fueron realizadas a plazos entre 4 y 15 años por cuatro emisores externos.

68. Las carteras administradas de los inversionistas institucionales continúan siendo afectadas por la caída en los retornos de los activos a nivel global, así como por la aprobación de medidas legislativas que requieren liquidación de valores en entornos negativos. En el caso de las AFP, la cartera de inversiones disminuyó de S/ 132,9 mil millones a S/ 125,7 mil millones entre el 31 de marzo y el 3 de junio de 2022, principalmente por el

menor valor de las acciones locales, menores cuotas de fondos mutuos externos y menor valor de los bonos gubernamentales. Al 3 de junio, el valor de la cartera de inversiones presenta una reducción 5,7 por ciento por los menores aportes de los afiliados, liquidación de valores locales y externos, y la desvalorización de los activos que comprenden la cartera de inversiones.

El Congreso de la República aprobó el 4 de mayo de 2022 el proyecto de ley que autoriza el retiro facultativo de los fondos privados de pensiones; posteriormente el 20 de mayo se promulgó la Ley N° 31478 que permite a todos los afiliados que no estén en edad de jubilación retirar hasta 4 Unidades Impositivas Tributarias (UIT) de su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), es decir hasta S/ 18 400. Los retiros se realizarán en tres partes: 1 UIT (S/ 4 600) luego de 30 días de aprobada la solicitud; 1 UIT (S/ 4 600) 30 días después de la primera entrega; y 2 UIT (S/ 9 200) 30 días después de la segunda entrega. La SBS estima que con la aprobación de la Ley N° 31478 las AFP tendrían que liquidar hasta S/ 31,9 mil millones para 5,9 millones de afiliados. El retiro estimado equivaldría al 25 por ciento del valor de la cartera administrada al 3 de junio de 2022 y se realizaría entre julio y setiembre de 2022.

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

En el caso de los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha reducido desde S/ 32,5 mil millones en diciembre de 2021 a S/ 28,6 mil millones en mayo de 2022. El número de partícipes también se ha reducido de 367 mil a 347 mil en similar periodo. Para las empresas de seguros, la cartera disminuyó de S/ 54,9 mil millones a S/ 53,5 mil millones entre diciembre de 2021 y marzo de 2022.

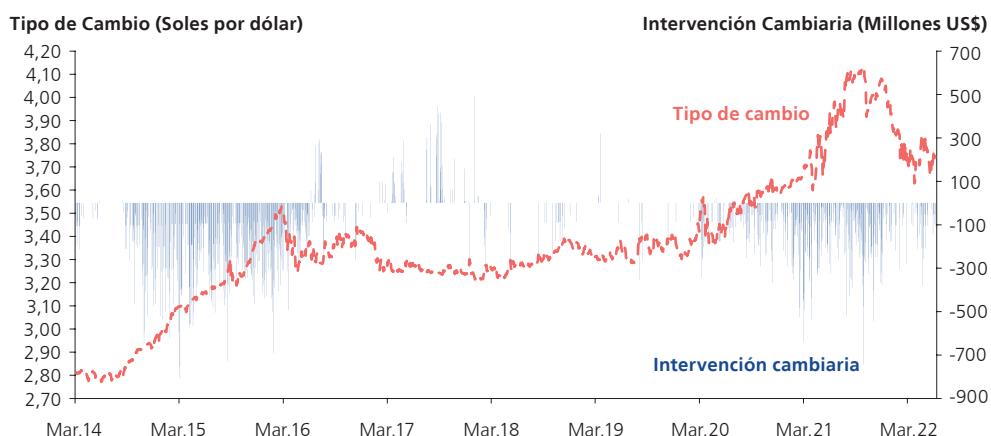
Mercado cambiario

69. En abril el tipo de cambio se depreció en 4,2 por ciento, en un entorno externo de menor apetito al riesgo por los temores frente a los confinamientos en China y su impacto en el crecimiento global, la persistencia de las presiones inflacionarias a nivel mundial, y temores de recesión en la economía estadounidense. Asimismo, en el entorno local se percibió un mayor ruido político. De otro lado, en mayo el sol se apreció en 3,2 por ciento, el peor desempeño en la región por el alto riesgo político local que limita que el tipo de cambio se beneficie, como sus pares regionales, del aumento de las principales materias primas que las economías latinoamericanas exportan. Cabe indicar que, el dólar se fortaleció a nivel global durante el mes de mayo y alcanzó niveles máximos de los últimos 20 años por la expectativa que la FED acelere el ritmo de la normalización de la política monetaria y por un desempeño económico de Estados Unidos positivo en términos relativos. En junio, al 13, el sol se ha depreciado en 0,6 por ciento en un entorno de aversión al riesgo luego de la publicación de una inflación mayor a la esperada en Estados Unidos que originó un *sell-off* a nivel global.





Gráfico 87
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP ^{1/}



1/ Incluye: compras/ventas de dólares en el mercado spot y colocaciones netas de CDLD BCRP, CDR BCRP y swaps cambiarios.
Al 13 de junio.
Fuente: BCRP.

Por su parte, entre fines de marzo y el 13 de junio de 2022, las economías latinoamericanas presentaron depreciaciones en sus monedas, en un entorno de fortalecimiento del dólar a nivel global, pero con un desempeño por encima del de otras regiones emergentes. En el caso de la volatilidad, esta ha aumentado en la mayoría de los países de la región por mayor ruido político local por elecciones presidenciales en Colombia y reforma constitucional en Chile, con ello se observa que, si bien la volatilidad cambiaria en la región está altamente sincronizada, los factores idiosincráticos también explican las variaciones del tipo de cambio en cada país. El índice DXY se ha fortalecido en 6,9 por ciento en el segundo trimestre de 2022.

Gráfico 88
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO ^{1/}
(31 Dic.20 = 100)



1/ Un aumento de índice indica la depreciación de la moneda.
* Al 13 de junio.
Fuente: BCRP y Reuters.

Entre abril y junio, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de subasta de swaps cambiarios venta en modalidad de tasa fija y ventas en el mercado spot con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio de sol, en un contexto de alta

incertidumbre en el mercado cambiario global y local. Así, se colocaron swaps cambiarios venta a tasa fija por S/ 10 038 millones a plazos de 3, 6 y 12 meses y vencieron S/ 10 200 millones (S/ 3 295 millones a tasa fija). En el caso de los CDR BCRP, no se han realizado nuevas colocaciones y el 27 de mayo vencieron S/ 195 millones, con lo cual a la fecha su saldo es nulo. Adicionalmente, el BCRP vendió US\$ 429 millones a través de la mesa de negociación. El porcentaje de días en los que se llevan a cabo acciones de intervención cambiaria en 2022 se encuentra por debajo de 2021.

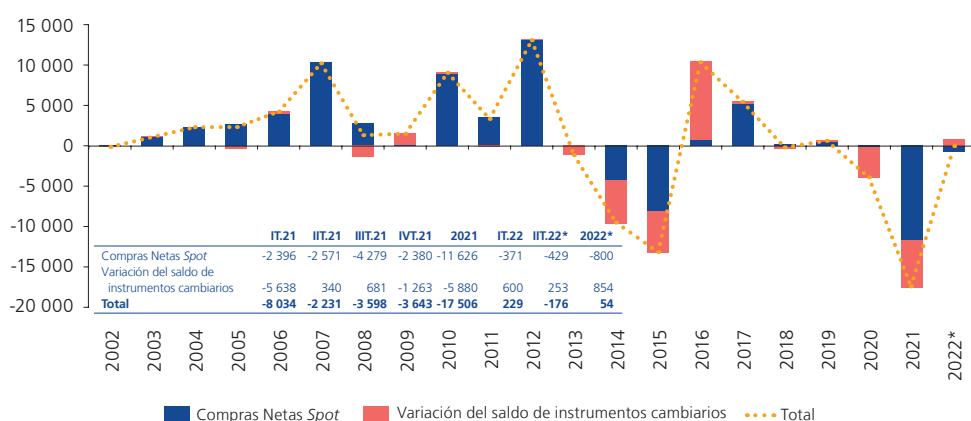
Cuadro 36
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

Días de negociación	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Número de días de intervención			Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)
			Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención	Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)	
			Spot	Instrumentos	Total	
2015	248	98	203	40%	82%	3,9%
2016	250	50	119	20%	48%	7,3%
2017	249	55	26	22%	10%	4,5%
2018	245	4	27	2%	11%	3,4%
2019	249	4	6	10%	2%	4,4%
2020	254	13	97	5%	38%	7,4%
2021	251	141	183	56%	73%	82%
2022 ^{1/}	114	12	44	11%	39%	40%

1/ Al 13 de junio.

En lo que va de 2022, al 13 de junio, el BCRP ha ofrecido US\$ 0,1 mil millones en el mercado cambiario mediante ventas en el mercado spot (US\$ 0,8 mil millones) y colocación neta de swaps cambiarios y CDR BCRP (US\$ 0,9 mil millones).

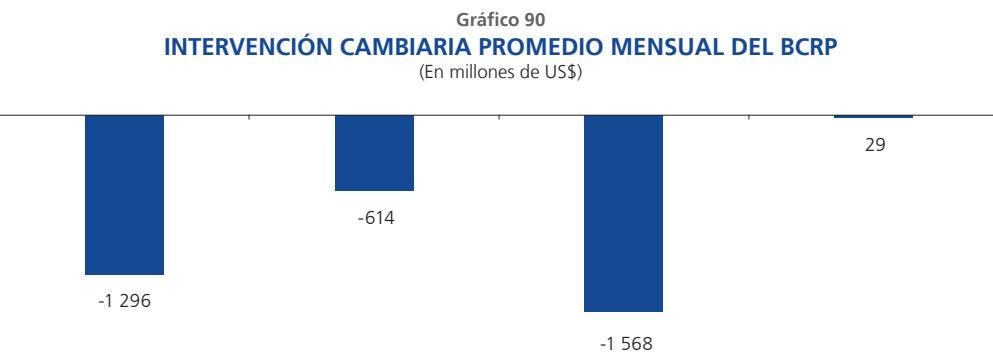
Gráfico 89
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)



* Al 13 de junio.
Fuente: BCRP.

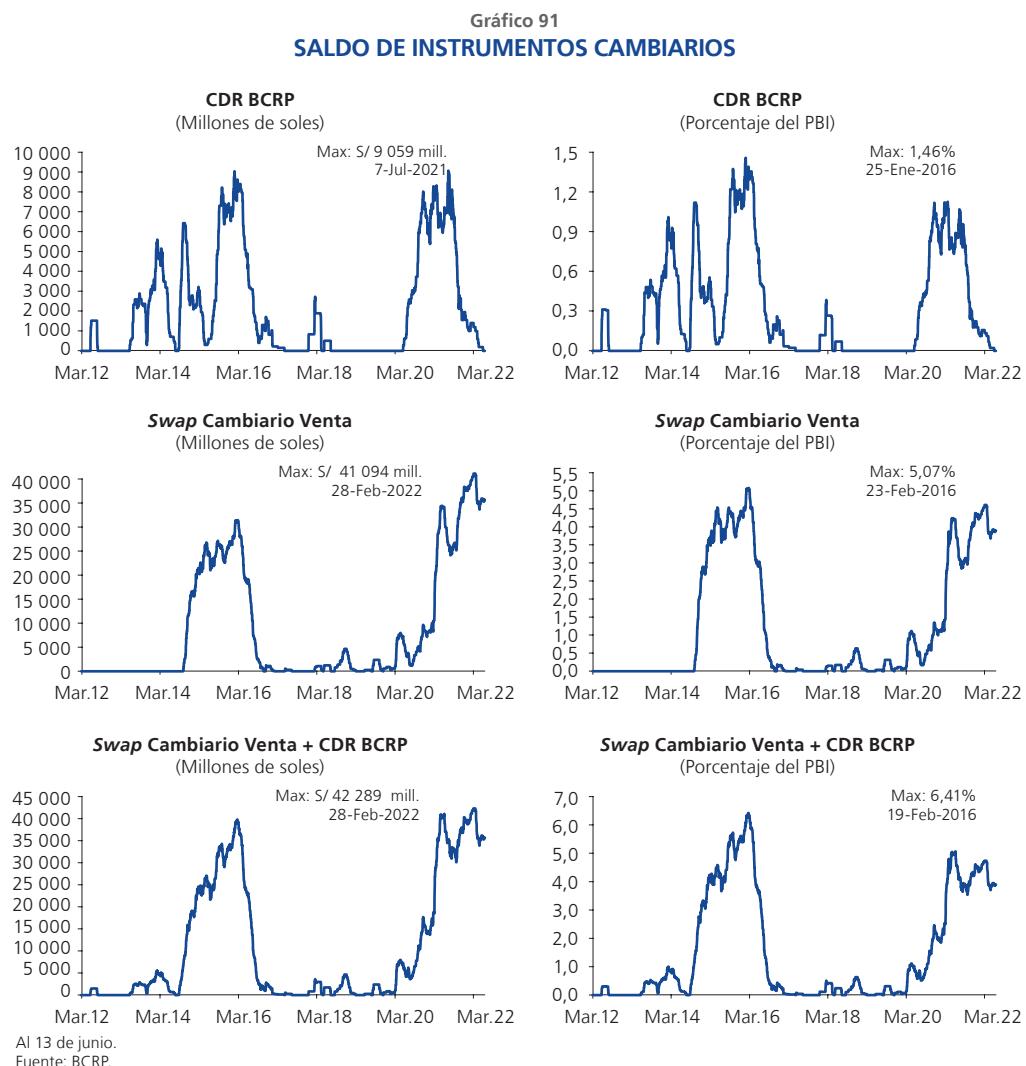
Asimismo, la intervención cambiaria promedio mensual en el episodio de mayor volatilidad en el mercado cambiario (de enero a noviembre de 2021) asciende a US\$ 1 568 millones, superior al periodo de la Crisis Financiera Global (US\$ 1 296 millones); al existente entre febrero de 2013 y abril de 2016 (US\$ 614 millones) y al periodo actual de tendencia desdoblada del tipo de cambio registrado desde diciembre de 2021 (US\$ 29 millones).





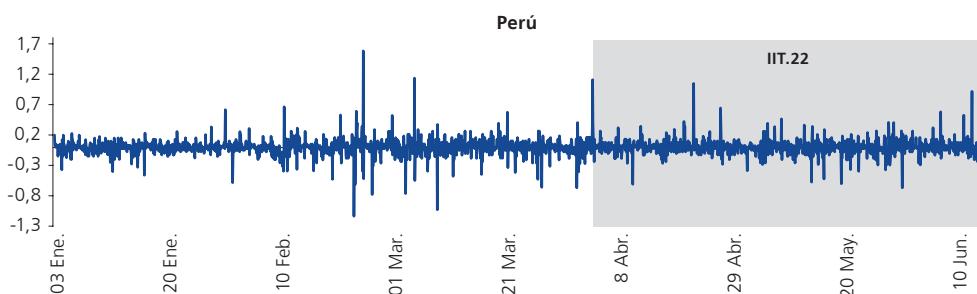
Se consideran las colocaciones netas de instrumentos y compras/ventas spot en la mesa de negociación.
Al 13 de junio.
Fuente: BCRP.

El saldo acumulado de swaps cambiarios venta y de CDR BCRP al 13 de junio alcanzó S/ 35,7 mil millones (3,9 por ciento del PBI). El incremento en los plazos promedio de los instrumentos está asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor. Así, en el caso de los swaps cambiarios venta, el plazo promedio ha subido de 62 a 284 días entre diciembre de 2019 y junio de 2022.

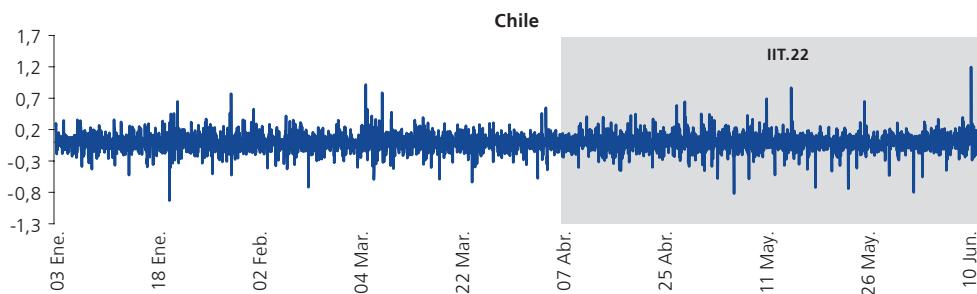


El sol presenta en el segundo trimestre de 2022 un nivel de volatilidad similar al del primer trimestre, aunque en términos mensuales se registró una mayor variabilidad en abril (9,0 por ciento) y mayo (9,6 por ciento) respecto a marzo (8,7 por ciento). En base a la evolución del tipo de cambio de cada 10 minutos entre las 9:30 a.m. y la 1:30 p.m., la variación intradiaria ha fluctuado en el segundo trimestre entre una depreciación de 1,13 por ciento (5 de abril de 2022) hasta una apreciación de 0,68 por ciento (1 de abril de 2022). Esta variación intradiaria presenta una mayor persistencia, pero menor sensibilidad a nueva información desde mayo de 2022, respecto a lo que se observaba en el cuarto trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2022.

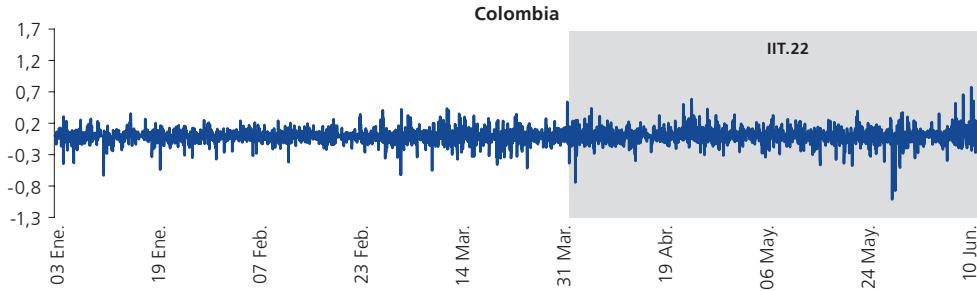
**Gráfico 92
VARIACIÓN INTRADIARIA DEL TIPO DE CAMBIO ^{1/}: 2022**



1/ Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 9:00 a.m. y 1:30 p.m. Una variación positiva indica depreciación del sol.



1/ Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 6:30 a.m. y 2:00 p.m. Una variación positiva indica depreciación del peso chileno.



1/ Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 8:00 a.m. y 1:00 p.m. Una variación positiva indica depreciación del peso colombiano.

Al 13 de junio.
Fuente: Reuters.

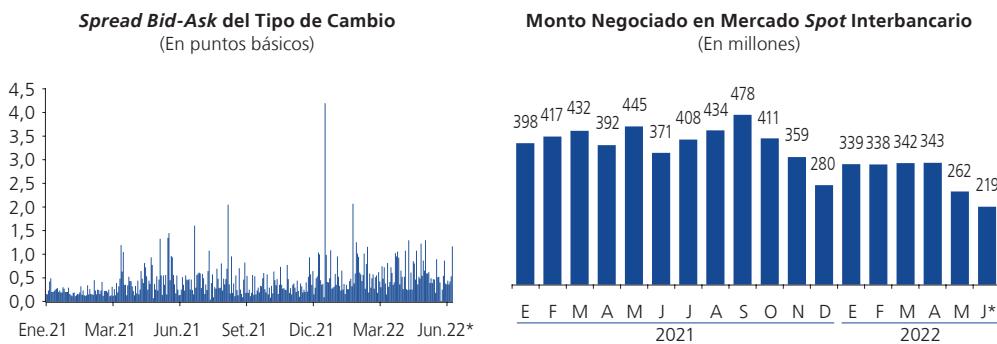
Esta alta volatilidad en el segundo trimestre de 2022 también se reflejó en los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio. Como se observa, el incremento ocurre principalmente en abril y hasta la segunda semana de mayo. Hasta el último dato disponible no regresa a los niveles previos a la primera vuelta presidencial en 2021, aunque se observa cierta estabilidad respecto al primer trimestre de 2022. De otro lado, la negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario spot se ha reducido en abril, mayo





y junio (US\$ 343 millones, US\$ 262 millones y US\$ 219 millones, respectivamente), pero por debajo del promedio de 2021 (US\$ 402 millones), asociado a la menor demanda de dólares de clientes del sector no financiero.

Gráfico 93
SPREAD Y NEGOCIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO



* Al 13 de junio.

Fuente: Reuters y BCRP.

La volatilidad histórica del tipo de cambio peruano en períodos móviles de 30 días en abril y mayo es una de las más bajas en la región. Similarmente, con tres definiciones alternativas de volatilidad cambiaria para datos diarios en los últimos meses (histórico, implícita y en base a un modelo de volatilidad de tipo GARCH) se observa un incremento de la variabilidad del sol en abril y una reducción en mayo y junio, en un entorno de mayor riesgo en los mercados financieros internacionales.

Cuadro 37
VOLATILIDAD CAMBIARIA EN LATAM

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

1/ Desviación estándar anualizada de los retornos diarios.

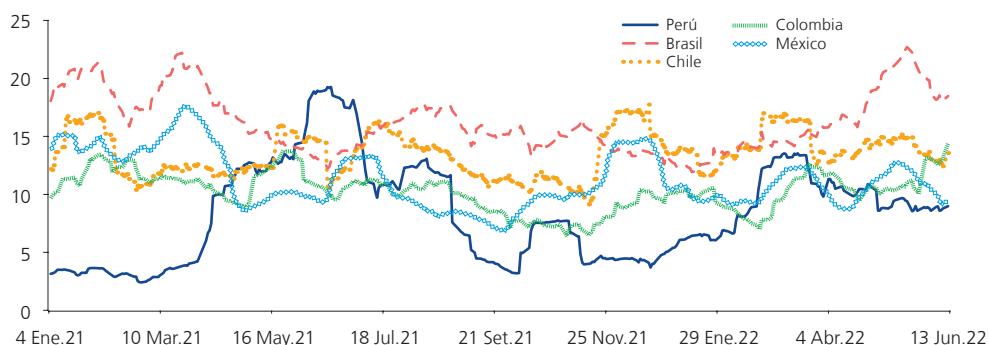
2/ Corresponde a la variable resultante en el modelo de valuación de opciones de Black Scholes. Mide las expectativas del mercado sobre el tipo de cambio al plazo de un mes.

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

* Al 13 de junio.

Fuente: BCRP y Reuters.

Gráfico 94
VOLATILIDAD HISTÓRICA ANUALIZADA UN MES^{1/}

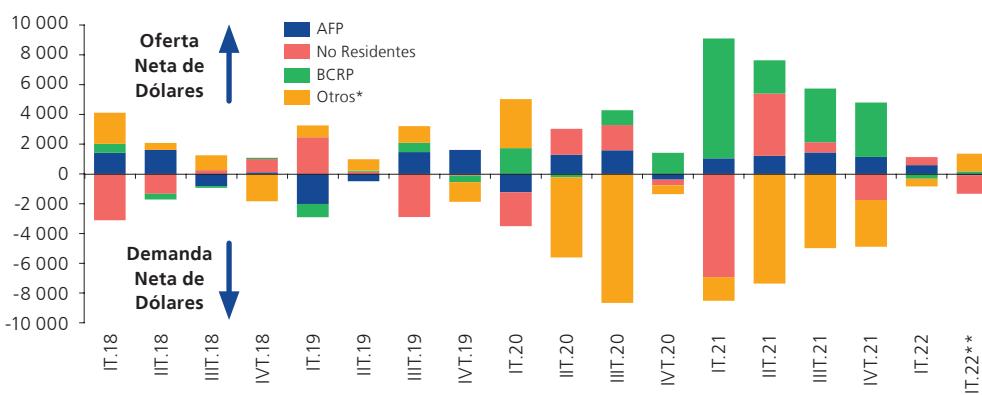


1/ Desviación estándar anualizada en los últimos 30 días.
Al 13 de junio.
Fuente: Reuters.

Los flujos cambiarios de los participantes del mercado en el segundo trimestre de 2022 (al 13 de junio) son de demanda neta de dólares por US\$ 382 millones, un cambio respecto al primer trimestre de 2022 (oferta neta de dólares de US\$ 306 millones). En el mercado *spot* existió una oferta neta de dólares (US\$ 1 141 millones) que provino principalmente de las empresas mineras, mientras que las empresas del sector no financiero fueron los principales demandantes netos. En el caso del mercado de derivados, la demanda neta (US\$ 1 524 millones) provino de los inversionistas no residentes, las AFP y del sector corporativo.

En el caso de las empresas bancarias, la posición global ha descendido en US\$ 207 millones en el segundo trimestre de 2022 (en 2021 y el primer trimestre de 2022 esta posición aumentó en US\$ 370 millones y US\$ 76 millones, respectivamente). El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes aumentó en US\$ 1 060 millones entre el primer y segundo trimestre de 2022 lo cual refleja la mayor demanda de dólares de los inversionistas no residentes que se observa en los flujos del mercado cambiario.

Gráfico 95
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
(En millones de dólares)



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





En el caso de los inversionistas no residentes, en el segundo trimestre han demandado en neto dólares por US\$ 1 240 millones, principalmente en el mercado de derivados (US\$ 946 millones), un cambio respecto a la oferta neta del primer trimestre (US\$ 1 601 millones), lo cual se ha reflejado en un incremento en las tenencias de BTP de los inversionistas foráneos de S/ 61 204 millones en marzo a S/ 61 466 millones a fines de mayo.

Por su parte, las AFP presentaron una oferta neta de US\$ 86 millones (US\$ 261 millones de oferta neta en el mercado *spot* y US\$ 346 millones de demanda neta en el mercado de derivados). Las AFP han liquidado en neto valores externos por US\$ 13 millones entre abril y junio, por debajo del promedio trimestral de 2021 (US\$ 2 384 millones).

En el caso del sector corporativo, en el segundo trimestre demandó dólares en neto por US\$ 1 655 millones, un flujo menor al registrado en el primer trimestre de 2022 (US\$ 3 772 millones) y al promedio trimestral de 2020 y 2021 (US\$ 3 161 millones y US\$ 4 150 millones, respectivamente), lo cual se refleja en una reducción en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios. El segmento de minoristas ofertó dólares en el mercado *spot* por US\$ 450 millones para cumplir con el pago de regularización del impuesto a la renta y pago de utilidades, principalmente en abril (US\$ 489 millones de oferta neta).

Las empresas del sector minero continuaron destacando como ofertantes netos de dólares en el mercado *spot* (US\$ 2 393 millones entre abril y junio), destacando el máximo mensual alcanzado en abril (US\$ 1 188 millones), asociado a ventas de moneda extranjera para el pago de la regularización del impuesto a la renta. Las exportaciones mineras durante enero y abril de 2022 alcanzaron los US\$ 12 715 millones, un aumento de US\$ 1 074 millones con respecto a similar periodo de 2021.

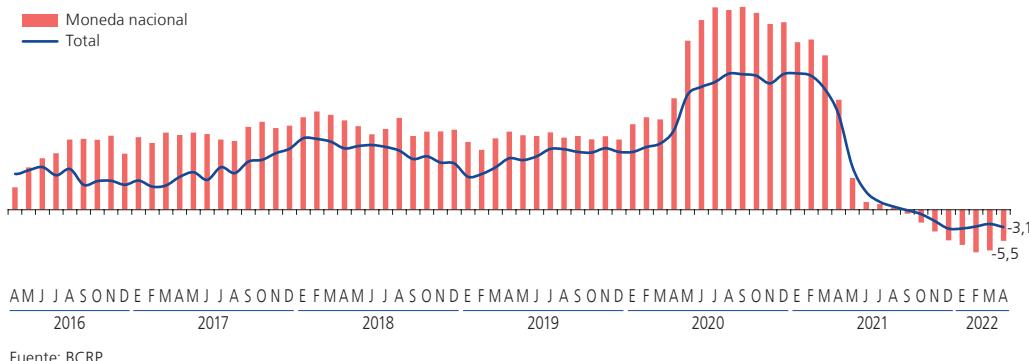
En este entorno de menor demanda de dólares en el mercado cambiario local, el BCRP ha demandado en neto dólares a las empresas bancarias entre abril y junio de 2022 por los vencimientos netos de instrumentos cambiarios (CDR BCRP y *swaps* cambiarios venta) y ventas netas en la mesa de negociación (US\$ 176 millones en neto). El BCRP cuenta con un adecuado nivel de reservas internacionales, sumado a la alta credibilidad adquirida en los últimos años y el acceso a líneas de crédito como la FCL del FMI a la que solo acceden países con fundamentos macroeconómicos muy sólidos¹⁶. La mayor intervención cambiaria realizada por el BCRP en 2021 para ofertar dólares en los mercados *spot*, y principalmente en los de derivados, ha contribuido a atenuar las presiones extraordinarias al alza del tipo de cambio.

Liquidez

70. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue -3,1 por ciento en abril de 2022. Por monedas, los depósitos en soles se redujeron en 5,5 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 1,3 por ciento en los últimos 12 meses en abril. El crecimiento negativo de los depósitos en moneda nacional se aceleró desde el último trimestre de 2021, debido al efecto estadístico, por las altas tasas de crecimiento en 2020, y a la incertidumbre local.

¹⁶ El 27 de mayo de 2022 el FMI aprobó un nuevo acuerdo de dos años para Perú por US\$ 5 400 millones.

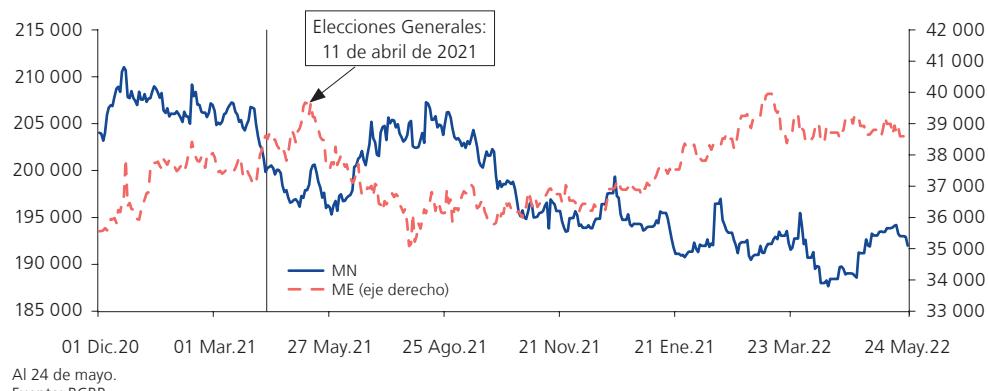
Gráfico 96
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)



El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se incrementó de 33,2 por ciento en diciembre de 2020 a 36,3 por ciento en abril de 2022. Dicho aumento es explicado por la mayor dolarización de los depósitos de las empresas (de 36,8 por ciento a 41,0 por ciento) y por el incremento del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 30,2 por ciento a 32,5 por ciento).

El TOSE en moneda nacional de las empresas bancarias descendió ligeramente entre febrero y mayo de 2022 (caída de S/ 605 millones). Durante el mismo periodo, el TOSE en moneda extranjera se redujo en US\$ 431 millones, moderando la tendencia creciente registrada desde diciembre de 2021 hasta el primer trimestre de 2022.

Gráfico 97
TOTAL DE OBLIGACIONES SUJETAS A ENCAJE (TOSE) DE LA BANCA
(En millones de soles y dólares)



Para 2022 se espera que los depósitos en moneda nacional crezcan a una tasa ligeramente menor a la del crédito al sector privado en moneda nacional (4,8 y 5,3 por ciento, respectivamente).





Cuadro 38
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERÍODO)
(Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Abr.22	Dic.22*	Dic.23*
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	42,4	20,6	20,9	16,0	3,7	4,1	2,5	1,5
Depósitos en moneda nacional	12,3	33,0	27,2	1,3	-0,7	-5,4	-7,2	-5,5	4,8	8,3
Depósitos totales ^{1/}	10,1	23,9	21,2	3,1	-0,2	-3,4	-2,6	-3,1	3,4	5,8
Liquidez en moneda nacional	10,6	32,2	28,9	5,1	3,6	-0,7	-4,3	-2,7	4,2	6,5
Liquidez total ^{1/}	9,6	25,3	23,6	5,5	3,0	0,0	-0,8	-1,2	3,2	4,9
Crédito al sector privado en moneda nacional	10,1	19,4	17,3	7,6	4,2	5,6	7,6	7,0	5,3	6,8
Crédito al sector privado total ^{1/}	7,1	11,0	8,7	4,7	2,8	4,4	7,2	6,7	4,5	5,4
Crédito al sector privado total (sin Reactiva Perú) ^{1/}	7,1	-5,4	-7,3	-1,6	5,3	9,4	14,0	13,7	10,8	8,6

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2020.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

71. El **circulante** creció 16,0 por ciento en 2021 y 0,7 por ciento interanual en mayo de 2022. Se espera que la tasa de crecimiento del circulante sea 2,5 por ciento en 2022, y que se reduzca a 1,5 por ciento en 2023. Tras crecer a tasas históricamente altas durante el Estado de Emergencia¹⁷, se prevé que el crecimiento del circulante continúe moderándose durante el segundo semestre de 2022 por la atenuación de los factores que favorecieron el aumento del circulante en los años previos. Con ello, se espera que el circulante crezca a un ritmo menor al PBI nominal y regrese a su tendencia prepandemia en el mediano plazo.

Luego de alcanzar tasas de crecimiento interanual históricamente altas en 2020 y el primer semestre de 2021, el circulante empezó a desacelerarse en el cuarto trimestre de 2021 y, más rápidamente, en los cinco primeros meses de 2022.

Gráfico 98
CIRCULANTE
(Variación porcentual anual)



* Proyección.

** Mayo de 2022 preliminar.

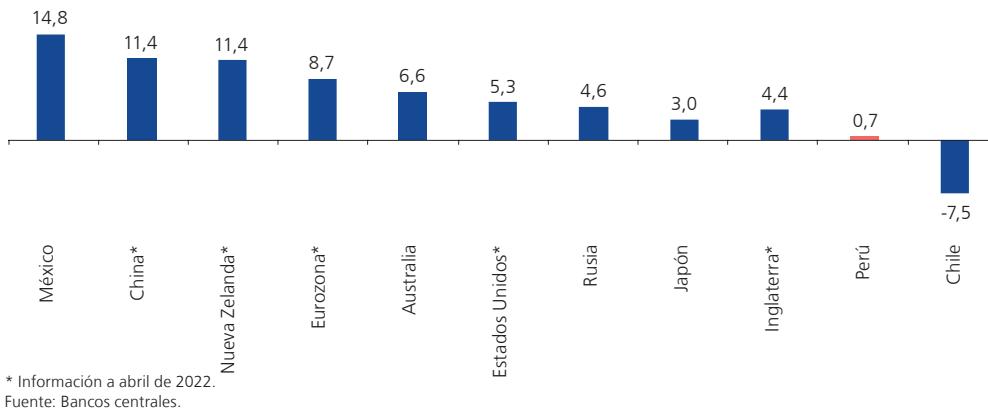
Fuente: BCRP.

72. La tasa de crecimiento anual del circulante en mayo de 2022 (0,7 por ciento) fue inferior a la tasa de crecimiento observada en febrero de 2020 (8,5 por ciento) y en diciembre de 2020 (37,3 por ciento). La tasa de crecimiento anual de la velocidad del dinero en el primer trimestre de 2022 se mantiene positiva en 11,7 por ciento, superior a la tasa de

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

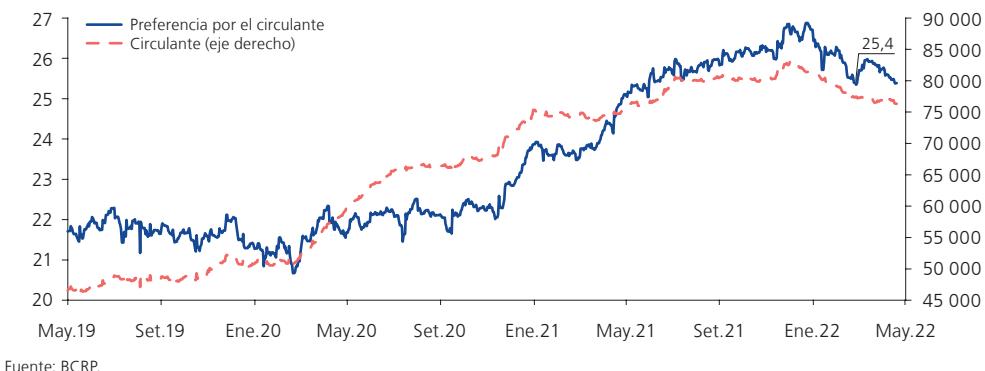
crecimiento observada antes de la pandemia (-12,7 por ciento en el primer trimestre de 2020), pero inferior a la registrada en el tercer trimestre de 2021 (15,3 por ciento). La demanda por efectivo sigue siendo alta, pero se ha moderado en estos últimos meses.

Gráfico 99
CRECIMIENTO MUNDIAL DEL CIRCULANTE: MAYO DE 2022
(Variación porcentual interanual)



73. Tras crecer continuamente entre abril de 2020 y diciembre de 2021, la preferencia por circulante se ha venido reduciendo durante el primer y segundo trimestre de 2022. Esta se redujo entre enero y marzo de 2022, alcanzando un mínimo de nueve meses de 25,4 por ciento a fines de marzo, regresando a niveles de junio de 2021. La preferencia por circulante volvió a subir durante la primera quincena de abril, para posteriormente continuar descendiendo el resto de abril y en mayo.

Gráfico 100
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
(En millones de soles y porcentaje)



Crédito al sector privado

74. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 11,0 por ciento en 2020 a una tasa interanual de 6,7 por ciento en abril de 2022 (13,7 por ciento sin Reactiva Perú). Por segmentos, el crédito a empresas creció 3,5 por ciento, menor a la tasa observada en diciembre de 2020 (20,3 por ciento). Por otro lado, el crédito a las





personas naturales pasó de contraerse 3,1 por ciento en 2020 a incrementarse en 12,8 por ciento en abril de 2022, como producto de la recuperación de la demanda interna. En el caso del crédito a las personas, se registró un aumento del crédito vehicular (12,6 por ciento) y del crédito hipotecario (7,5 por ciento). Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son el segmento corporativo y grandes empresas (9,1 por ciento), seguido de las pequeñas y microempresas (9,1 por ciento), mientras que el crédito a las medianas empresas registra una caída (-10,0 por ciento).

Cuadro 39
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL^{1/}
(Variación porcentual anual)

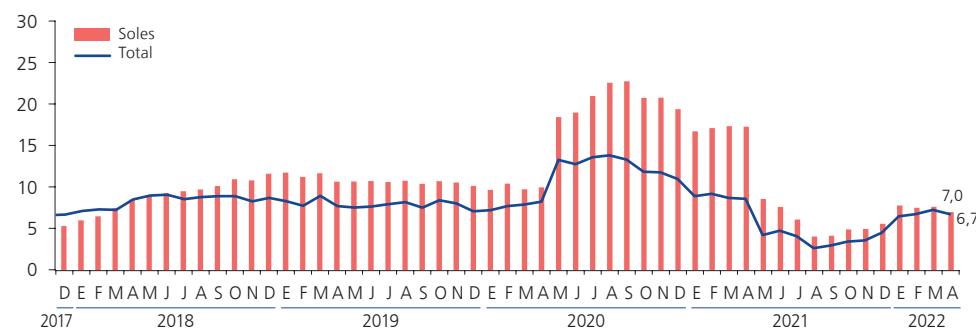
	Dic.19	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Abr.22
Crédito a empresas	4,3	20,3	17,2	7,4	3,2	3,9	4,9	3,5
Corporativo y gran empresa	4,4	6,8	2,0	-2,5	2,7	8,1	10,6	9,1
Medianas, pequeñas y microempresas	4,3	36,2	36,4	19,5	3,7	0,0	-0,5	-1,7
Crédito a personas	11,5	-3,1	-4,5	-0,3	2,1	5,4	11,7	12,8
Consumo	13,3	-7,1	-10,5	-5,5	-1,8	3,9	15,1	17,0
Vehiculares	12,0	-2,3	-8,1	-0,3	3,0	7,6	13,8	12,6
Resto	13,4	-7,3	-10,6	-5,7	-1,9	3,8	15,1	17,1
Hipotecario	8,8	3,0	4,6	7,3	7,6	7,4	7,3	7,5
TOTAL	7,1	11,0	8,7	4,7	2,8	4,4	7,2	6,7
Memo:								
TOTAL SIN REACTIVA PERÚ		7,1	-5,4	-7,3	-1,6	5,3	9,4	14,0
								13,7

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2020.

Fuente: BCRP.

75. El crédito en soles se ha desacelerado desde marzo de 2021, principalmente por la atenuación del efecto estadístico del programa Reactiva Perú. Por otra parte, el crédito en dólares se vino reduciendo desde junio de 2020, lo cual fue revertido desde diciembre de 2021. Así, al mes de abril de 2022 el crédito en soles se expandió 7,0 por ciento, mientras que el denominado en dólares lo hizo en 5,7 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 101
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Variación porcentual anual)



Fuente: BCRP.

Cuadro 40
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO ^{1/}
(Variación porcentual anual)

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

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2020.

Fuente: BCRP.

Dolarización del crédito y de la liquidez

76. El coeficiente de dolarización del crédito al sector privado, medido a tipo de cambio constante, se ubica en 21,7 por ciento en abril de 2022, mayor al nivel observado en diciembre de 2021 (21,1 por ciento) y menor al de diciembre de 2020 (22,0 por ciento). Se observó un leve incremento de la dolarización del crédito a empresas, la cual pasó de 29,0 a 29,8 por ciento entre diciembre de 2020 y abril de 2022. Por otro lado, la dolarización del crédito a personas se redujo de 8,6 a 7,4 por ciento. La dolarización del segmento de créditos hipotecarios pasó de 12,5 por ciento en diciembre de 2020 a 9,2 por ciento en abril de 2022, mientras que la del crédito de consumo se incrementó de 5,8 por ciento a 6,2 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 41
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO ^{1/}
(Porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Abr.22
Crédito a empresas	39,1	39,2	33,4	29,3	29,0	28,7	29,8	28,1	28,4	29,2	29,8
Corporativo y gran empresa	52,4	51,9	45,1	43,4	44,5	43,8	45,6	42,9	43,3	44,4	45,4
Medianas empresas	40,6	40,8	32,0	26,0	23,5	22,5	22,0	21,3	21,8	22,1	22,7
Pequeña y microempresa	6,1	5,9	5,0	4,0	4,3	4,2	4,1	3,8	3,6	3,5	3,4
Crédito a personas	9,6	9,1	9,0	8,8	8,6	8,4	8,5	8,0	7,5	7,5	7,4
Consumo	6,5	6,2	5,9	5,8	5,8	5,8	6,4	6,1	5,7	6,1	6,2
Vehiculares	15,9	16,1	16,1	17,2	18,0	18,1	17,3	15,9	13,8	12,2	11,9
Tarjetas de crédito	7,7	7,1	6,1	5,7	6,2	9,0	12,5	13,0	12,3	11,8	12,0
Resto	5,4	5,2	5,3	5,2	5,1	4,5	4,6	4,4	4,1	4,8	4,7
Hipotecario	14,4	13,7	13,5	13,1	12,5	11,9	11,2	10,5	9,8	9,4	9,2
TOTAL	27,4	27,5	24,7	22,3	22,0	21,7	22,6	21,3	21,1	21,4	21,7

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2020.

Fuente: BCRP.

Morosidad

77. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,79 por ciento en abril de 2022, mayor en 0,03 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2021 (3,76 por ciento). Este resultado se explica principalmente por la mayor morosidad de los créditos a empresas, en particular por el incremento en la morosidad de los créditos otorgados al segmento de medianas empresas y corporativos. En cambio, la morosidad de los créditos a personas naturales se redujo en el mismo periodo, en particular los créditos asociados a tarjetas de crédito e hipotecarios.





Cuadro 42
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21	Dic.21	Mar.22	Abr.22
Crédito a empresas	3,71	3,82	3,51	3,54	3,73	4,03	4,04	4,60	4,60	4,80	4,79
Corporativo y grandes empresas	0,62	0,64	0,67	0,85	1,04	1,09	1,16	1,08	1,08	1,28	1,35
Medianas empresas	8,24	9,00	7,53	6,82	6,27	6,45	6,78	9,49	9,49	9,99	10,00
Micro y pequeñas empresas	6,29	6,53	6,22	5,51	6,06	7,14	7,06	6,54	6,54	6,63	6,50
Crédito a personas	2,85	3,03	3,43	3,71	4,91	4,19	3,56	2,57	2,57	2,45	2,41
Consumo	2,81	3,00	3,37	3,94	5,92	4,68	3,64	2,23	2,23	2,14	2,12
Tarjetas de crédito	5,33	5,65	6,05	8,03	12,70	11,75	8,52	6,28	6,28	6,18	6,23
Vehicular	3,75	3,86	4,78	5,58	5,85	5,74	5,51	3,72	3,72	3,74	3,55
Resto	1,46	1,62	2,04	2,01	3,07	2,95	2,45	1,35	1,35	1,28	1,22
Hipotecario	2,91	3,08	3,51	3,39	3,51	3,56	3,47	3,01	3,01	2,87	2,83
PROMEDIO 1/	3,24	3,37	3,35	3,47	4,00	3,96	3,77	3,76	3,76	3,82	3,79

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.

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

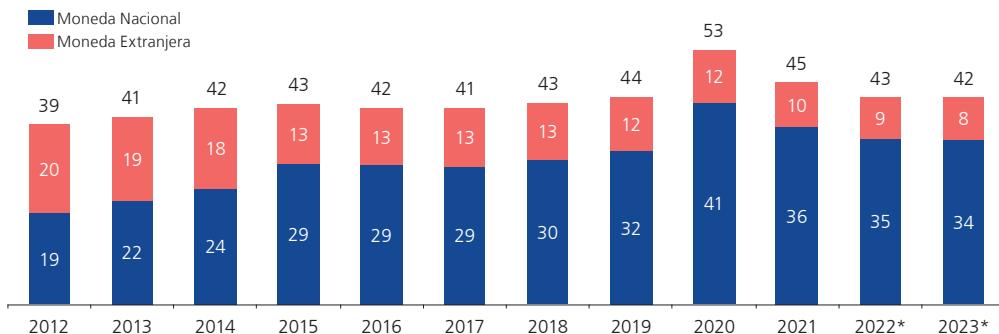
Proyección del crédito al sector privado

79. En 2022 y 2023 se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento, y con ello registre un ritmo de variación menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020. Así, se espera que el coeficiente de crédito con respecto al PBI se ubique en 43,5 por ciento en 2022 (luego de haberse ubicado en 52,5 por ciento en 2020 y 45,0 por ciento en 2021). Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica en 2022 por encima del nivel prepandemia (crecimiento de 22,3 por ciento del PBI nominal con respecto a 2019). Posteriormente, se espera que en 2023 el crédito al sector privado retorne a su tendencia prepandemia, sin embargo, continuaría creciendo a un ritmo menor al del PBI nominal. Con ello, el ratio respecto al PBI se reduciría a 42,3 por ciento en dicho año.

Se proyecta que el crecimiento del crédito al sector privado en moneda nacional sea de 5,3 por ciento en 2022 y 6,8 por ciento en 2023, tomando en cuenta la disipación del efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, se prevé que el crédito total crezca 4,5 por ciento en 2022 (10,8 por ciento sin Reactiva Perú). Para 2023, se espera que el crédito total crezca en 5,4 por ciento (8,6 por ciento sin Reactiva Perú). Con ello, el coeficiente de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 19,5 por ciento a fines de 2023.

En línea con las proyecciones para el crédito al sector privado, se espera que el crecimiento de la liquidez se recupere (luego de mantenerse sin variación en 2021) y el del circulante se modere, aunque ambos creciendo a tasas menores que el PBI nominal en 2022 y 2023. Se prevé que el ratio de la liquidez respecto al PBI se reduzca de 60,7 por ciento en 2020 a 45,9 por ciento en 2023, y el correspondiente al circulante del sistema bancario se contraiga de 10,1 por ciento en 2020 a 8,6 por ciento en 2023.

Gráfico 102
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)

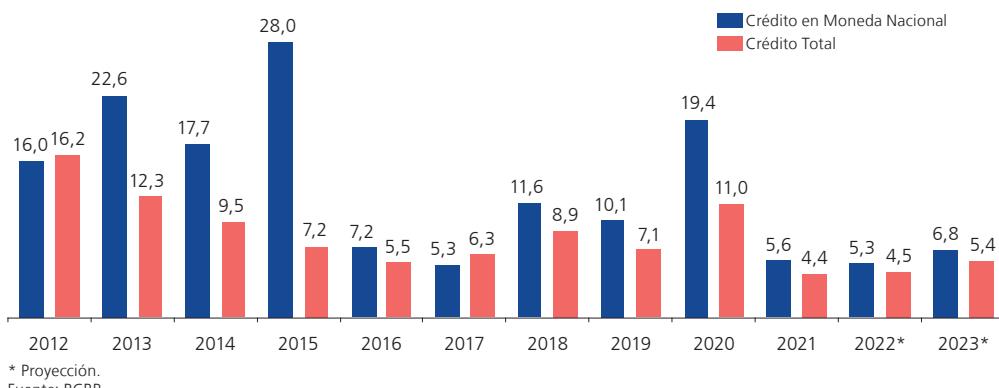


Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2020).

* Proyección.

Fuente: BCRP.

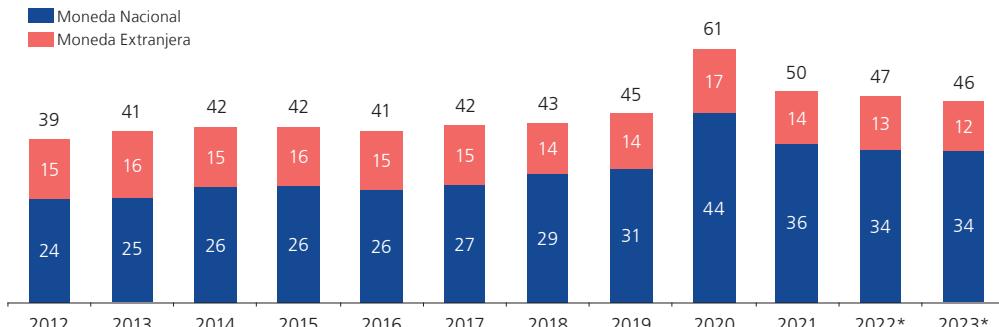
Gráfico 103
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)



* Proyección.

Fuente: BCRP.

Gráfico 104
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2020).

* Proyección.

Fuente: BCRP.



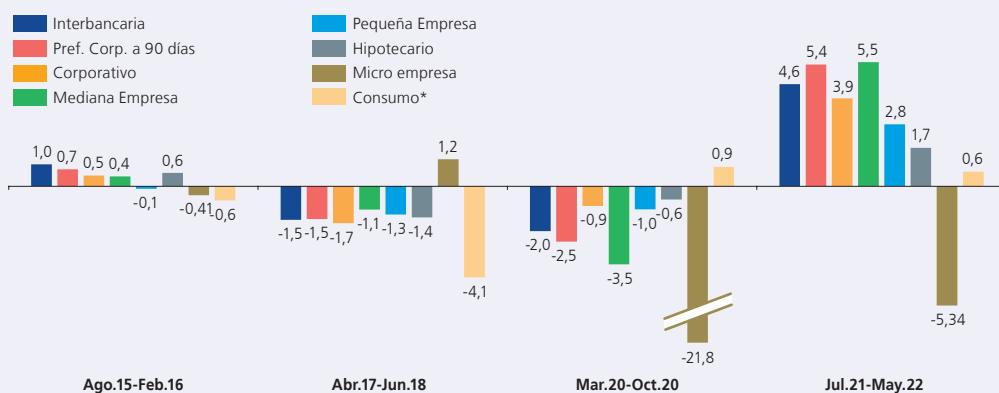


Recuadro 3
EFFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA A LAS TASAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Desde el establecimiento de la tasa de interés de referencia como meta operativa de política monetaria en setiembre de 2003, dentro del esquema de metas de inflación, es sabido que las acciones de política monetaria del BCRP se transmiten a través de dicha variable al resto de tasas de interés del sistema financiero. En este recuadro se presenta una actualización de la estimación del efecto traspaso considerando el reciente periodo de pandemia, con la reducción inicial de la tasa de referencia a su mínimo histórico (0,25 por ciento) y el retiro del estímulo monetario en los últimos meses.

CAMBIOS EN LAS TASAS DE INTERÉS EN SOLES

(En porcentaje)



* En el caso de Consumo, los períodos de Mar-Oct 2020 y Jul 2021-May 2022 corresponden a satos del Sistema Financiero. En el caso de Microempresas, todos los períodos corresponden al Sistema Financiero. El resto de tasas de interés corresponde a la banca.

Fuente: BCRP y SBS.

Como se ve en el gráfico anterior, tomando en cuenta los recientes ciclos de alzas y recortes de tasa de interés de referencia, se puede apreciar que las tasas de interés seleccionadas registran una fuerte correlación con dichos movimientos en la tasa de política, a excepción de las de consumo y microempresa. Sin embargo, para estimar el efecto traspaso mencionado es necesaria una correcta identificación del choque de política monetaria, de modo tal que las funciones de reacción (respuesta al impulso) obtenidas representen el efecto causal de interés. Por ello, en estudios anteriores (ver por ejemplo Pérez (2021)¹⁸) se utilizó un modelo de Vectores Autorregresivos aumentado por factores (FAVAR por sus siglas en inglés¹⁹), los cuales se obtienen a través de componentes principales utilizando más de 20 tasas de interés entre activas, pasivas de la banca y del sistema financiero, y las que conforman la curva de rendimiento de valores del BCRP y de bonos soberanos en soles.

El modelo incluye variables tales como el crecimiento del crédito, la tasa de encaje y el tipo de cambio, además del crecimiento del PBI y la inflación. La muestra de análisis comprende el periodo entre setiembre de 2010 a mayo de 2022, con lo cual se toman en consideración las medidas de estímulo monetario en respuesta a la crisis sanitaria del COVID-19. Al incluir como variable de control el crédito al sector privado y los encajes se minimiza la posibilidad de un sesgo por variables omitidas en la

18 Pérez, Fernando (2021): «Transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero,» Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, No. 186, pp. 4-8.

19 Ver Bernanke, Boivin y Eliasz (2005): Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach. The Quarterly Journal of Economics, Volume 120, Issue 1, February 2005, Pages 387–422

estimación del efecto traspaso, ya que ello toma en cuenta justamente el impulso monetario asociado al programa Reactiva Perú, así como también las facilidades de reprogramaciones y expansión del crédito de largo plazo.

EFFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO UN AÑO DESPUÉS¹

(Intervalo de 20 por ciento más probable centrado en la mediana)

CDBCRP 3 meses	(0,8-0,9-0,9)	Gran Empresa	(1,1-1,1-1,1)
CDBCRP 6 meses	(0,8-0,8-0,9)	Mediana Empresa	(1,6-1,6-1,7)
CDBCRP 9 meses	(0,8-0,8-0,8)	Hipotecarios	(0,8-0,9-0,9)
CDBCRP 12 meses	(0,8-0,8-0,9)	Preferencial Corporativa a 90 días	(0,9-0,9-1)
Bonos del Tesoro Público 1 año	(0,9-0,9-1)	FTIPMN	(0,8-0,9-0,9)
Bonos del Tesoro Público 2 años	(0,7-0,8-0,9)	Pasiva a 1 mes	(1-1-1,1)
Bonos del Tesoro Público 10 años	(0,3-0,4-0,5)	Pasiva a 2 meses	(1-1-1,1)
Corporativos	(0,8-0,9-0,9)	Pasiva a 3 meses	(1-1-1,1)

1/ Choque ortogonal a la tasa de interés interbancaria en un modelo FAVAR para la economía peruana. Factores estimados a través de componentes principales. Datos mensuales de setiembre 2010 a mayo 2022. El efecto traspaso es la relación que existe entre las funciones de impulso respuesta acumuladas a 12 meses del modelo FAVAR. Valor mediano estimado a través de una simulación Bootstrap de 2000 réplicas.

Los resultados para el periodo comprendido entre setiembre de 2010 y mayo de 2022 señalan un alto grado de efectividad de la transmisión de la política monetaria al resto de tasas de interés del sistema financiero. Asimismo, los cambios en la tasa de interés de política se trasladan al resto de tasas de interés luego de 1 año en un rango entre 0,5 y 1,0, mostrando de este modo un efecto traspaso cercano al 100 por ciento en una buena parte de las tasas de interés bajo estudio. Destaca la alta transmisión en las tasas de la curva de rendimiento, en especial en plazos menores o iguales a 2 años, con traspasos cercanos a 100 por ciento, y de los segmentos de empresas de plazo menor a un año (incluyendo la preferencial corporativa), con traspasos entre 0,6 y 0,9. Por otro lado, las tasas pasivas de corto plazo muestran también un elevado efecto traspaso, llegando a 100 por ciento luego de un año en la mayoría de estas.

En conclusión, la transmisión de la política monetaria al resto de tasas de interés continúa siendo bastante efectiva, siendo este el principal canal en el que se ven reflejados los efectos de dichas acciones. Ello se ha reafirmado y potenciado durante la pandemia del COVID-19, junto con el resto de medidas complementarias mencionadas anteriormente; y explica el efecto que tienen hoy en día los incrementos de la tasa de interés de referencia sobre el resto de tasas de interés activas y pasivas.



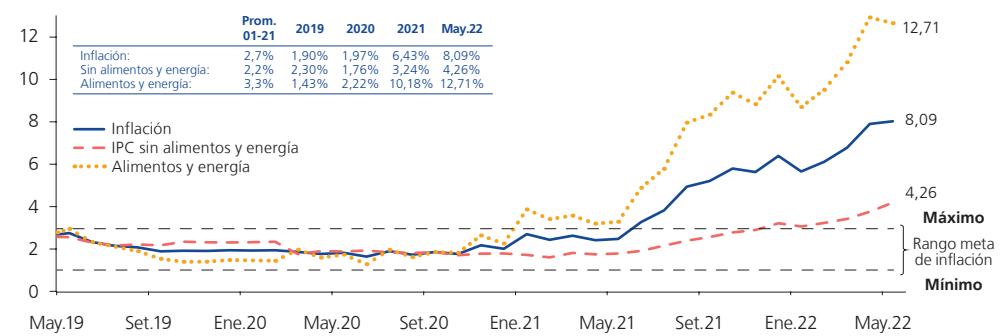


VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

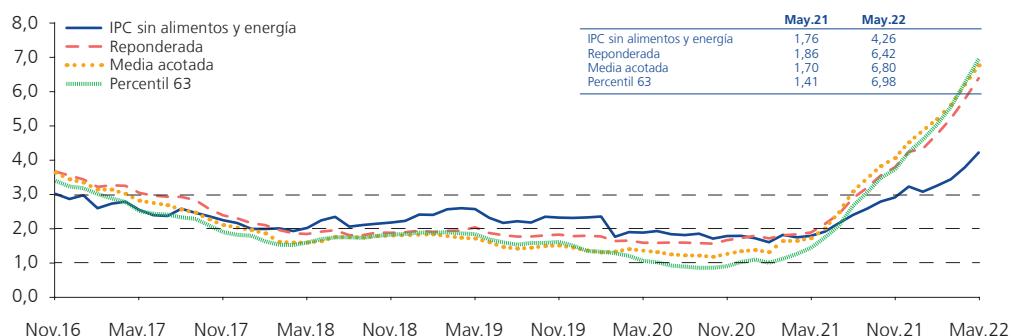
80. La **inflación** interanual aumentó a 8,09 por ciento en mayo, desde 6,15 por ciento en febrero, impulsada por el mayor precio de los alimentos con alto contenido importado y los combustibles. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 3,26 a 4,26 por ciento en el mismo periodo, ubicándose por encima del rango meta. Los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican por encima del rango meta y muestran una tendencia al alza.

Gráfico 105
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: INEI y BCRP.

Gráfico 106
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota:

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

Fuente: BCRP.

81. Los rubros más vinculados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y a los contratos vinculados al IPM contribuyeron con 0,7 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y mayo (3,21 por ciento). Como referencia en diciembre de 2020, estos mismos rubros contribuyeron con 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual (2,0 por ciento²⁰), mientras que en 2021 contribuyeron con 3,6 puntos porcentuales a la inflación anual (6,4 por ciento).

Cuadro 43
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso 2009=100	Var% 12m Dic.20	Contr. Pond.	Var% 12m Dic.21	Contr. Pond.	Peso Dic.21=100	Var.% acum. Ene.-May.22	Contr. Pond.
IPC	100,00	1,97		6,43	6,43	100,00	3,21	
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,06	1,66	0,21	4,25	0,54	14,58	0,92	0,13
Aparatos electrodomésticos	1,29	-0,42	0,00	4,14	0,04	0,46	2,51	0,01
Artículos del cuidado personal	4,93	0,75	0,03	2,05	0,09	3,99	3,23	0,13
Artículos de limpieza	0,92	0,74	0,01	4,29	0,04	1,32	2,37	0,03
Productos medicinales	2,08	5,53	0,11	1,61	0,03	1,62	0,89	0,01
Compra de vehículos	1,62	3,34	0,06	7,21	0,12	1,61	0,95	0,02
Repuestos y lavado de vehículos	0,21	2,15	0,00	9,05	0,02	0,08	11,30	0,01
Reparación de vehículos	0,20	2,04	0,00	10,03	0,02	0,28	1,14	0,00
Alquileres	2,41	0,50	0,01	1,76	0,03	4,45	-0,12	-0,01
Pasajes de avión	0,41	-3,32	-0,01	45,44	0,15	0,78	-9,32	-0,07
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,83	2,15	0,19	28,52	2,51	7,99	6,11	0,49
Vinculados a commodities de alimentos	7,03	4,83	0,30	21,32	1,35	5,84	5,76	0,34
Carne de pollo	2,96	6,63	0,17	23,40	0,61	2,70	-7,42	-0,20
Pan	1,92	0,25	0,00	15,50	0,26	1,35	9,32	0,13
Azúcar	0,53	16,41	0,08	12,70	0,07	0,37	38,57	0,14
Fideos	0,54	5,60	0,03	10,39	0,06	0,32	17,15	0,06
Aceites	0,52	4,09	0,02	63,49	0,29	0,38	1,76	0,01
Huevos	0,58	0,00	0,00	12,31	0,06	0,71	29,26	0,21
Combustibles	2,79	-4,20	-0,11	47,20	1,15	2,15	6,97	0,15
Gasolina y lubricantes	1,30	-11,16	-0,14	46,41	0,49	1,06	18,51	0,20
Gas	1,40	1,97	0,02	50,97	0,64	0,84	-1,59	-0,01
Otros combustibles	0,09	3,02	0,00	10,98	0,01	0,02	2,52	0,00
Consumo de gas natural para la vivienda	0,01	-5,26	0,00	26,98	0,00	0,23	-14,52	-0,03
Rubros relacionados al IPM	1,64		0,06		0,22	1,37		0,00
Consumo de agua	1,64	3,03	0,06	11,57	0,22	1,37	0,00	0,00
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,95		0,24		0,35	2,62		0,05
Electricidad	2,95	6,73	0,24	9,50	0,35	2,62	1,96	0,05
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,47	2,58	0,70	13,31	3,63	26,56	2,53	0,67
Resto	71,54	1,75	1,27	3,86	2,81	73,44	3,46	2,54

Fuente: BCRP.

82. En cuanto a la evolución de la inflación durante 2022, en el período comprendido entre los meses de enero y mayo, el nivel general de precios aumentó 3,21 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 1,95 por ciento en el mismo periodo, mientras que el rubro de alimentos y energía lo hizo a una tasa mayor (4,77 por ciento). Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 4,8 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 4,2 por ciento, reflejando el alza de 7,0 por ciento de los precios de los combustibles y de 2,0 por ciento de las tarifas de electricidad.

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





**Cuadro 44
INFLACIÓN**

(Variaciones porcentuales respecto al mismo periodo del año previo)

	Peso	Dic.19	Dic.20	Dic.21	2022	
					Ene.-May.	Mayo
IPC	100,0	1,90	1,97	6,43	3,21	8,09
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	2,30	1,76	3,24	1,95	4,26
a. Bienes	17,4	1,4	1,5	2,6	2,1	4,0
b. Servicios	37,9	2,9	1,9	3,6	1,9	4,4
Educación	8,6	5,2	2,0	1,6	2,9	2,9
Salud	1,5	1,5	1,2	2,8	1,8	3,0
Otros	27,8	1,8	1,9	5,5	1,5	5,0
2. Alimentos y energía	44,7	1,43	2,22	10,18	4,77	12,71
a. Alimentos y bebidas	40,0	1,0	2,2	8,0	4,8	11,1
Alimentos dentro del hogar	24,5	0,6	2,9	9,8	5,3	12,7
Comidas fuera del hogar	15,5	1,7	1,0	4,5	4,1	8,2
b. Combustibles y electricidad	4,8	4,3	2,1	24,4	4,2	22,3
Combustibles	2,1	-0,4	-4,2	47,2	7,0	34,1
Electricidad	2,6	8,0	6,7	9,5	2,0	13,3

Fuente: BCRP.

83. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el período enero-mayo fueron comidas fuera del hogar, transporte local, huevos, combustibles para vehículos y otras frutas frescas, mientras que los rubros con una contribución negativa más alta fueron pollo, transporte aéreo nacional, palta, pescado y transporte terrestre nacional.

**Cuadro 45
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2022**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	4,1	0,64	Carne de pollo	2,7	-7,4	-0,20
Transporte local	8,1	4,2	0,34	Transporte aéreo nacional	0,2	-24,7	-0,06
Huevos	0,7	29,3	0,21	Palta	0,2	-18,2	-0,04
Combustibles para vehículos	1,1	18,5	0,20	Pescado fresco marítimo	0,7	-6,4	-0,04
Otras frutas frescas	0,6	27,0	0,16	Transporte terrestre nacional	0,3	-14,3	-0,04
Azúcar y otras presentaciones	0,4	38,6	0,14	Gas natural	0,2	-14,5	-0,03
Hortalizas de raíz o bulbo	0,5	28,3	0,14	Equipo telefónicos	0,5	-3,3	-0,02
Productos para el cuidado personal	4,0	3,2	0,13	Transporte aéreo internacional	0,5	-2,7	-0,01
Pan	1,4	9,3	0,13	Cítricos	0,6	-2,3	-0,01
Papa	0,7	13,5	0,10	Gas doméstico	0,8	-1,6	-0,01
Total			2,19	Total			-0,48

Fuente: BCRP.

Alimentos

En el período de enero a mayo destacaron las alzas en el rubro de comidas fuera del hogar, así como el mayor precio de los alimentos de alto contenido importado como huevos y pan. Otros productos que contribuyeron al alza fueron la papa y el azúcar.

El precio de las comidas fuera del hogar, como el menú en restaurante, aumentó ante el mayor costo de los insumos alimenticios y la mayor afluencia del público (por las menores restricciones asociadas a la pandemia y el retorno a las actividades presenciales en los centros de trabajo y estudio).

El incremento del precio de los huevos se debió al mayor costo de producción, principalmente por el alza de la cotización internacional del maíz amarillo duro, principal

alimento de las aves (34 por ciento de variación acumulada en el año y 13 por ciento en los últimos doce meses). Asimismo, ante la imposibilidad de afrontar los mayores costos de producción, un número considerable de pequeños productores de huevos se vieron obligados a salir del mercado, por lo cual la oferta resultó afectada durante los primeros meses del año.

En el caso del pan, el costo de producción también aumentó ante el mayor precio del trigo (52 por ciento de variación acumulada en el año y 79 por ciento en los últimos doce meses).

El alza del precio del azúcar durante los primeros meses del año estuvo relacionada a las paralizaciones de carácter técnico de diversas empresas azucareras, a los menores rendimientos de la caña de azúcar por factores climáticos (descenso de la temperatura en febrero en la costa norte) y a la menor aplicación de fertilizantes y pesticidas. A ello se sumó el alza de la cotización internacional (12 por ciento en los últimos doce meses), que limitó las exportaciones. Además, durante el mes de abril se observó un alza mayor en el precio del azúcar, asociada a las interrupciones del tránsito por carretera a raíz del paro de transportistas de carga (desde fines de marzo hasta la primera semana de abril). Posteriormente, la reversión del precio demoró debido al menor movimiento comercial en abril, ante la expectativa de la eliminación del IGV desde mayo para algunos alimentos importantes de la canasta básica.

En lo que se refiere a la papa, la alteración del patrón de lluvias afectó las cosechas en la sierra central, dando lugar a alzas del precio, principalmente en enero y febrero. A ello se sumó el aumento de los costos de producción por el encarecimiento de los precios de fertilizantes y pesticidas, lo que dio lugar a una disminución de las siembras en regiones como Huánuco. Posteriormente en mayo, las menores anomalías de temperatura en la sierra central y la normalización de las lluvias contribuyeron a un aumento de las cosechas en Junín y Ayacucho, lo que contrarrestó la menor participación de Huánuco.

Entre los productos que disminuyeron de precio se encuentra la carne de pollo. Este resultado reflejó principalmente las rebajas registradas en enero y febrero. En ese período los productores optaron por ofertar los pollos ante la menor demanda, luego de las celebraciones de fin de año. A ello se sumó la mayor oferta de especies hidrobiológicas como bonito y jurel. En marzo el precio del pollo aumentó ante un nivel de oferta menor al requerido por la demanda, en un contexto de incremento de los costos de producción (principalmente por el aumento de la cotización internacional del maíz amarillo duro). También influyó el fin del período de pesca de jurel y bonito por parte de la flota industrial. En mayo el precio de la carne de pollo volvió a bajar, ante la necesidad de las empresas avícolas de aumentar las ventas, afectadas en abril por el paro de transportistas de carga.

Energía

El precio de los combustibles para vehículos subió 18,5 por ciento, reflejando el alza de los precios ex planta de las refinerías locales, en un contexto de incremento del precio internacional del petróleo. La cotización del petróleo WTI pasó de US\$ 72 el barril en diciembre 2021 a US\$ 102 en abril y US\$ 109 en mayo, alcanzando un incremento de 67





por ciento en los últimos doce meses. A nivel del precio al consumidor, en el período enero–mayo se registró un incremento promedio de 27 por ciento en los precios de los gasoholes de 95 y 97 octanos, productos que no están incluidos en el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). Los precios del gasohol de 90 octanos y del petróleo diésel vehicular, productos incluidos en el FEPC, tuvieron una variación menor (19 y 1 por ciento, respectivamente). Asimismo, el precio del GLP vehicular, otro producto incluido en el FEPC, disminuyó 7 por ciento ante la reducción de los límites superiores e inferiores de la banda de precios.

Servicios

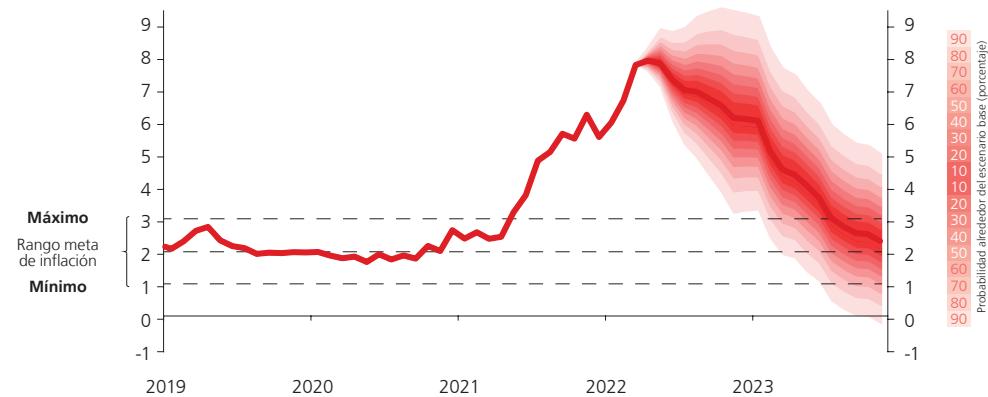
El rubro de transporte urbano registró alzas sucesivas desde marzo, relacionadas al mayor precio de los combustibles y al alza de los peajes. En mayo subieron los pasajes de autobús y microbús (incluidos los de autobuses de los corredores complementarios) en 3,8 por ciento y los pasajes de las combis en 3,5 por ciento.

Proyecciones

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

A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la recuperación gradual de la actividad económica y la mayor persistencia en el alza de precios internacionales de energía y alimentos, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta entre el segundo y tercer trimestre del próximo año. Esta proyección asume la reversión del efecto de factores transitorios sobre la tasa de inflación (tipo de cambio, precios internacionales de combustibles y granos) en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente, y donde continúa el retiro gradual del estímulo monetario y las expectativas de inflación retornan al rango meta.

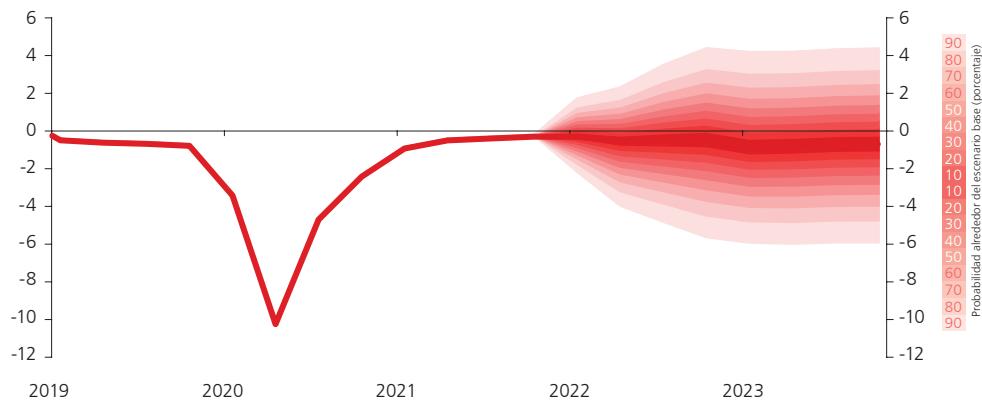
Gráfico 107
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2022-2023
(Variación porcentual últimos doce meses)



Fuente: BCRP.

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

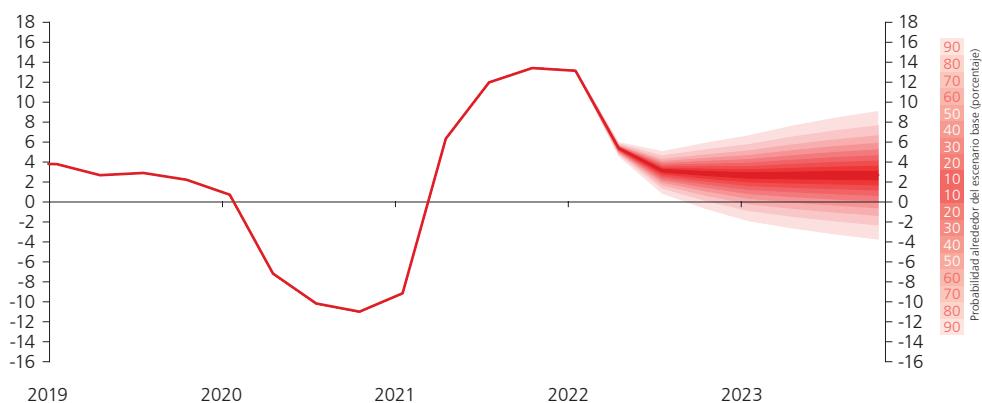
Gráfico 108
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DE DEMANDA: 2022-2023
(En porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)



Fuente: BCRP.

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

Gráfico 109
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2022-2023
(Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)



Fuente: BCRP.

87. 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 de 5,5-6,0 por ciento para 2022 y 3,55-4,0 por ciento para 2023. Las expectativas de inflación a 12 meses en mayo de 2022 ascendieron a 4,89 por ciento, ubicándose temporalmente por encima del límite superior del rango meta de inflación.





Gráfico 110
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 46
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentaje)

	RI Set.21	RI Dic.21	RI Mar.22	RI Jun.22*
Sistema Financiero				
2022	3,00	3,50	3,80	5,50
2023		3,00	3,00	3,55
Analistas Económicos				
2022	2,55	3,55	4,00	6,00
2023		2,80	3,00	3,80
Empresas No Financieras				
2022	3,00	3,21	4,00	5,80
2023		3,00	3,20	4,00

* Encuesta realizada al 31 de mayo.

Fuente: BCRP.

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

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 15,3 por ciento en 2022, principalmente por el aumento en el precio del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y la soya. Para 2023 se espera una disminución de 1,6 por ciento básicamente por una reversión parcial en el precio de estos productos. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de mayo muestran niveles entre S/ 3,80 y S/ 3,85 para 2022 y entre S/ 3,80 y S/ 3,90 para 2023.

Cuadro 47
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En soles por dólar)

	RI Set.21	RI Dic.21	RI Mar.22	RI Jun.22*
Sistema Financiero				
2022	4,00	4,12	3,90	3,80
2023		4,20	3,85	3,80
Analistas Económicos				
2022	4,25	4,20	3,90	3,85
2023		4,25	3,93	3,90
Empresas No Financieras				
2022	4,00	4,10	3,90	3,80
2023		4,01	3,90	3,86

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

La trayectoria de los efectos antes mencionados explicaría en parte la convergencia de la inflación al rango meta entre el segundo y tercer trimestre del próximo año.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

89. Se mantiene el sesgo al alza en el balance de riesgos de la proyección de inflación, sustentado en los siguientes choques:

- **Choques de demanda interna**

De no recuperarse la confianza del consumidor y empresarial, se generaría un menor crecimiento del consumo e inversión del sector privado. Asimismo, las demoras en la ejecución del gasto público, sobre todo el de inversión, podrían también reducir la velocidad de recuperación de la actividad económica. Los impactos de corto y mediano plazo de estos episodios pueden generar una contracción de la demanda interna y afectar negativamente a la inflación a través de una disminución en la brecha del producto.

- **Choques de demanda externa**

La persistencia de la inflación a nivel mundial y su posible impacto sobre las expectativas de inflación podría acelerar el retiro del estímulo monetario en las economías avanzadas, contrayendo la demanda a nivel global. Por otro lado, la incertidumbre sobre el crecimiento económico mundial, agravada por la duración de las tensiones geopolíticas en Europa del Este, podría mermar aún más la demanda externa. A estos hechos se sumaría la posibilidad de un resurgimiento de olas de contagio, la aparición de nuevas cepas del COVID-19 u otras enfermedades.

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

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

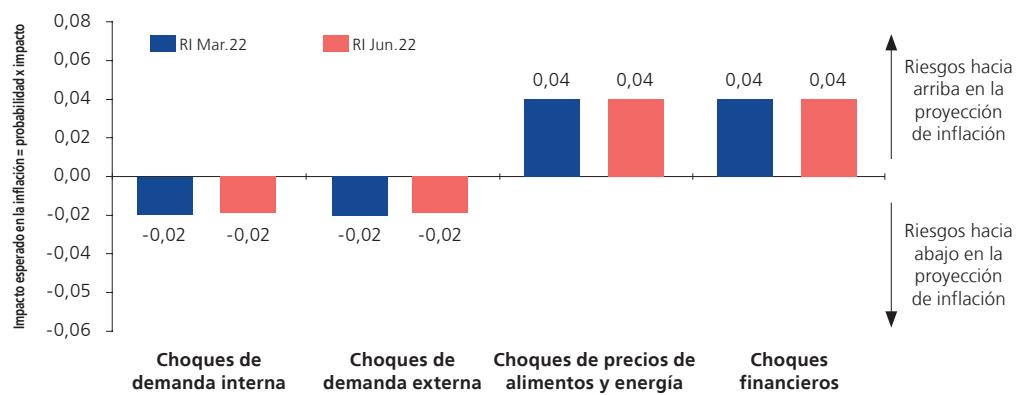
- **Choques financieros**

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





Gráfico 111
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN



Fuente: BCRP.

Recuadro 4
VEINTE AÑOS DE PUBLICACIÓN DE LOS REPORTES DE INFLACIÓN

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó el régimen de Metas Explícitas de Inflación (MEI) en 2002 para cumplir con su mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. Así, en este siglo, la inflación promedio del Perú fue de 2,7 por ciento, las más bajas entre los países con moneda propia en la región, así como una de las menos volátiles, con la segunda desviación estándar luego de México.



Fuente: WEO (abril 2022) – FMI.

Bajo el esquema de MEI, las proyecciones macroeconómicas permiten al BCRP discernir sobre el estado actual y las posibles sendas futuras de la inflación, la actividad económica y las diversas acciones de política monetaria. Por ser estas proyecciones de interés para el público en general, han sido publicadas durante los últimos 20 años en los Reportes de Inflación como parte de la estrategia de comunicación del BCRP.

Como un elemento clave de comunicación sobre la visión futura de la inflación y su balance de riesgos, las proyecciones de inflación se reportan en base a un *fan chart*²¹, es decir, un gráfico de abanico que representa la distribución de la proyección de inflación a lo largo del horizonte de proyección. Este gráfico provee toda la información necesaria para caracterizar probabilísticamente la proyección de la inflación en dos ejes: el “horizonte de proyección” y los “posibles valores de la inflación”. Su línea central es la moda de la distribución de las posibles sendas proyectadas para la inflación (denominada “proyección base”). Cada capa del abanico (cada tono o sombreado) revela cómo los intervalos de proyección para la inflación evolucionan en el tiempo y, con ello, cómo va variando la probabilidad de que la inflación se encuentre en los valores asociados con dichos intervalos (Winkelried 2012 y Vega 2003). Cada *fan chart* tiene un horizonte de proyección de hasta 24 meses en adelante. En los últimos 20 años (2002-2022) el BCRP ha publicado 72 *fan charts*.

A manera de ejemplo, en el gráfico se muestra el *fan chart* publicado en el Reporte Inflación de diciembre de 2021 respecto a la inflación ejecutada. Cuando ocurre un choque inesperado, las

21 *Fan charts*, o gráficos de abanico, en base a la terminología utilizada como primera vez por el Banco de Inglaterra (Bank of England). Ver Britton y otros (1998). Esta herramienta se volvió muy popular como instrumento de proyección. Sobre su uso en el Perú, Vega (2003) y Winkelried (2012) proveen una explicación más extensa.





proyecciones de inflación van mejorando a medida que se adquiere información sobre dicho evento. Por ejemplo, dicho *fan chart* contiene dentro de su espectro a la inflación ejecutada hasta mayo de 2022²².

FAN CHARTS: REPORTE DE INFLACIÓN DE DICIEMBRE 2021



Nota: El gráfico muestra el *fan chart* publicado en el reporte de inflación de diciembre 2021 y la inflación ejecutada hasta mayo 2022 (línea azul).

En la primera parte de este recuadro se evalúan las proyecciones presentadas en los Reportes de Inflación. Primero, se muestra la capacidad predictiva del escenario base (la moda o el escenario más probable de cada *fan chart* publicado) mediante el cálculo de la Raíz del Error Cuadrático Medio (RECM²³) de la proyección, posteriormente, se caracteriza la precisión de las proyecciones mediante el sesgo de proyección²⁴. En cada caso, se muestra: i) desempeño de las proyecciones de inflación del escenario base de forma individual, al compararla con la realización de la inflación a diferentes horizontes de proyección fijos del *fan chart*; y ii) se compara el desempeño relativo de las proyecciones del BCRP con respecto a otros expertos (pronosticadores profesionales), al comparar la realización de la inflación de fin de año con sus predicciones sobre la inflación para una fecha fija a diferentes horizontes

22 Este ejemplo muestra que la ventana de proyección del *fan chart* es fija, mientras que la fecha final de la proyección es variable, y cambia a lo largo del año con la fecha de publicación del Reporte de Inflación. Esta forma de presentación de las proyecciones difiere de las realizadas por expertos a partir de un pronóstico de la inflación para el fin de año corriente y los siguientes años. Es decir, los expertos tienen una ventana con un horizonte de proyección variable, pero con una fecha final de proyección fija, o un evento fijo de proyección, que no cambia a lo largo del año.

23 La Raíz del Error Cuadrático Medio (RECM)
$$\sqrt{\sum_{t=1}^N \frac{(x_{t+h} - x_{t+h/t}^f)^2}{N}}$$
 es una medida de cuan diferente en promedio resultó la proyección de inflación, $x_{t+h/t}^f$, respecto al dato ejecutado, x_{t+h} , para un horizonte de proyección determinado, h , y donde las diferencias negativas o positivas se normalizan utilizando una potencia cuadrada. Valores bajos de RECM indican menores errores de predicción.

24 El sesgo de proyección
$$\sum_{t=1}^N \frac{(x_{t+h} - x_{t+h/t}^f)}{N}$$
 es una medida de cuan diferente en promedio resultó la proyección de inflación, $x_{t+h/t}^f$, respecto al dato ejecutado, x_{t+h} , para un horizonte de proyección determinado, h , y donde se evalúa si se realizan subestimaciones (cuando el ejecutado es mayor que el proyectado) o sobreestimaciones (el caso en que el ejecutado es menor que el proyectado).

de proyección²⁵. En una segunda parte, se realiza una evaluación de las predicciones del crecimiento anual del PBI publicadas por el BCRP a lo largo de los 20 últimos años en sus Reportes de Inflación y se las compara con las realizadas con otros expertos.

En general, para las proyecciones de expertos se considera las predicciones de pronosticadores profesionales recogida en el *Consensus Forecasts* y las expectativas recogidas mensualmente por el BCRP mediante encuestas a analistas económicos, empresas financieras y empresas no financieras, y predicciones similares realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) vía las predicciones publicadas en su Panorama Económico Mundial (WEO por sus siglas en inglés), y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) para el crecimiento del PBI a través de la publicación del Marco Macroeconómico Multianual (MMM). En esta comparación con las predicciones de expertos, se toma en cuenta el horizonte con el que se predice el evento. Por ejemplo, para los distintos tipos de predicciones analizadas, se trata de proyecciones de eventos fijos, pues se predicen las tasas de inflación o de crecimiento del PBI para años calendarios, ya sea el año corriente, el año siguiente o el subsiguiente.

Para la evaluación de las predicciones, se presentan dos casos: en el primero, al igual que Celasum y otros (2021) -que realizan una evaluación de las predicciones del FMI-, se retiran aquellos eventos que están asociados a choques extremos. En este recuadro, el retiro de observaciones extremas considera los años 2008, 2009, 2020 y 2021²⁶, fechas asociadas al periodo de crisis financiera y al periodo de pandemia del COVID-19. En el segundo caso, se considera el total de la muestra.

Evaluación de las predicciones de la inflación: precisión

La RECM es una medida de cuan diferente en promedio resultó la proyección de inflación respecto al dato ejecutado, y donde las diferencias negativas o positivas se normalizan utilizando una potencia cuadrada. Un valor RECM de cero indica perfecta capacidad de predicción, en tanto que mayores valores indican errores de proyección y por tanto menor capacidad predictiva. Con el fin de evaluar el poder predictivo del escenario base del *fan chart*, se calcula la RECM a partir de la información proyectada en los reportes de inflación entre 2002 y diciembre 2021, así como de los datos ejecutados de inflación para cuatro horizontes de proyección en cada reporte de inflación (3, 6, 9 y 12 meses)²⁷.

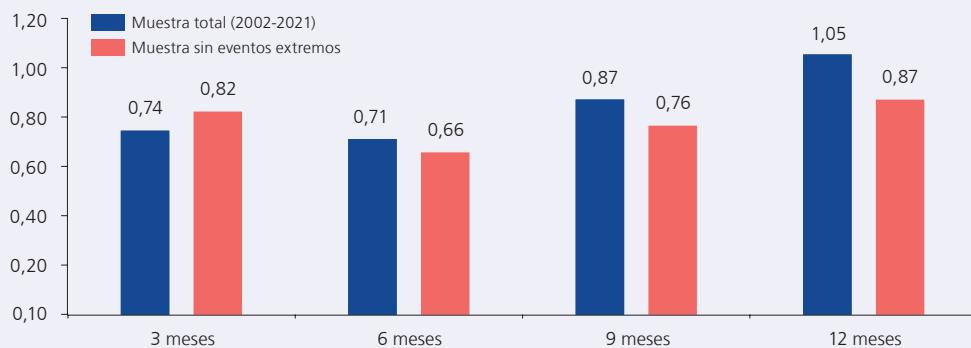
La siguiente figura muestra el cálculo de la RECM promedio para diferentes horizontes de proyección (3, 6, 9 y 12 meses) y diferentes episodios que incluyen a la muestra completa de Reportes de Inflación 2002-2021, así como la muestra completa sustrayendo los eventos extremos.

-
- 25 En particular, para el caso de proyecciones de inflación, se considera las proyecciones hechas en marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año respecto a la inflación de fin de año del año corriente.
 - 26 En particular, para el caso de las proyecciones de inflación, la muestra sin valores extremos no considera las proyecciones realizadas entre setiembre de 2007 y setiembre de 2009 y desde marzo 2020 hasta diciembre 2021.
 - 27 De esta manera, cada Reporte de Inflación va a considerar cuatro RECM a partir del cálculo de ventanas de proyección, las cuales se van ampliando conforme aumentan los horizontes de proyección. Por ejemplo, el RECM a 3 meses se calcula a partir de los datos predichos y oficiales de los siguientes 3 meses del periodo de proyección. Finalmente, se promedian los resultados para cada horizonte de proyección para evaluar la precisión de las predicciones a medida que la ventana de proyección va ampliándose.





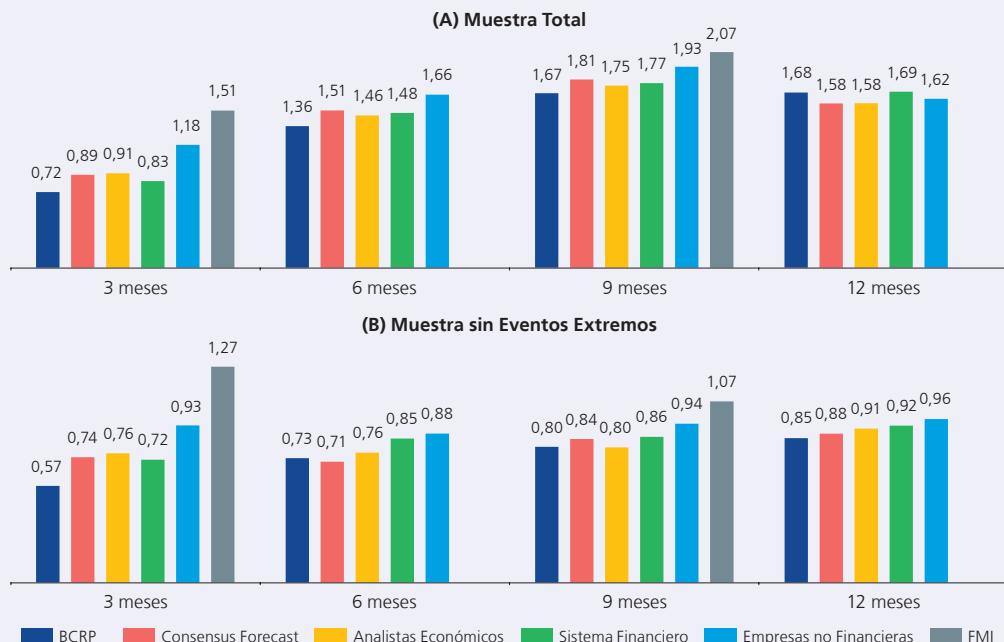
RAÍZ DEL ERROR CUADRÁTICO MEDIO (RECM) PARA LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN DEL BCRP



Nota: La Raíz del Error Cuadrático Medio (RECM) es una medida de cuan diferente en promedio resultó la proyección de inflación respecto al dato ejecutado, y donde las diferencias negativas o positivas se normalizan utilizando una potencia cuadrada. Valores bajos de RECM indican menores errores de predicción. $h = 3, 6, 9, 12$ meses, son los diferentes horizontes de proyección fijos. Los eventos extremos consideran los períodos comprendidos entre 2008 y 2009 a causa de la crisis financiera internacional y el periodo entre 2020 y 2021 correspondiente a la pandemia del COVID-19.

Como se observa, a medida que se extiende el horizonte de proyección, disminuye la capacidad de pronosticar la inflación (es decir, se registra una RECM promedio más alto). Esta capacidad de proyección es menor en episodios de crisis, como la crisis financiera internacional y la pandemia del COVID-19, los cuales se caracterizan por un incremento significativo en la incertidumbre macroeconómica. Es en este último episodio que se ha generado mayor incertidumbre sobre la persistencia de choques positivos a la inflación.

RAÍZ DEL ERROR CUADRÁTICO MEDIO (RECM) PARA LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN DEL BCRP Y DE EXPERTOS



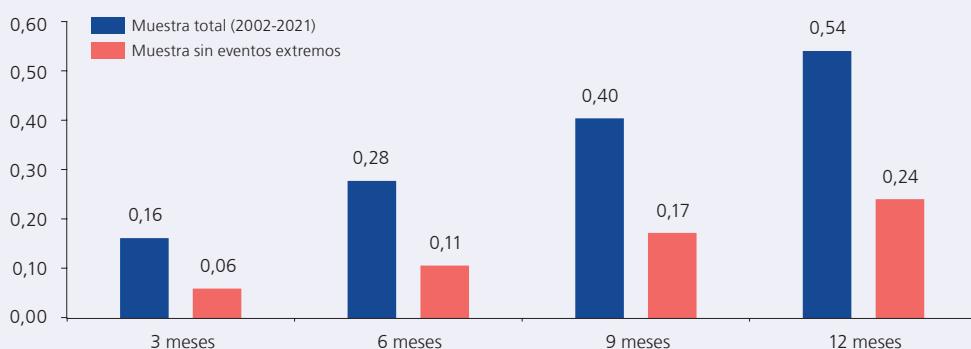
Nota: Se muestra la capacidad predictiva de Expertos (Analistas Económicos, Sistema Financiero, Empresas no Financieras, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional (FMI)) y del BCRP. Computo en base a proyecciones hechas en marzo, junio, setiembre y diciembre cada año respecto a la inflación futura de fin de año (del año corriente o año próximo). $h = 3, 6, 9, 12$ meses, son los diferentes horizontes de proyección, y corresponden a proyecciones realizadas en marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año, respectivamente. Las Proyecciones de analistas económicos, empresas del sistema financiero y empresas no financieras provienen de la mediana de la Encuestas de Expectativas Macroeconómicas del BCRP. Proyecciones del Consensus Forecast corresponden a la proyección media reportada por la revista. Proyecciones del BCRP corresponden a las reportadas en el escenario base del fan chart. Proyecciones del FMI corresponden a las proyecciones de los reportes binaurales WEO. Proyecciones del FMI en marzo y setiembre corresponden a sus proyecciones publicadas en los reportes WEO Spring y WEO Fall, respectivamente. La Raíz del Error Cuadrático Medio (RECM) es una medida de cuan diferente en promedio resultó la proyección de inflación realizadas 12 meses antes respecto al dato ejecutado, y donde las diferencias negativas o positivas se normalizan utilizando una potencia cuadrada. Valores bajos de RECM indican menores errores de predicción. La muestra sin eventos extremos no considera los períodos asociados a la crisis financiera internacional (2007m9 – 2009m9) y la Pandemia (2020m3 – 2021m12).

La pérdida en la capacidad de predicción de la inflación en eventos extremos afecta también a otros expertos²⁸. Como se muestra en el siguiente gráfico, la mayor incertidumbre que caracterizan los eventos extremos se refleja también en mayores pérdidas de capacidad de predicción de analistas económicos, empresas financieras, empresas no financieras, expertos del *Consensus Forecast* y del Fondo Monetario Internacional.

Evaluación de las predicciones de la inflación: sesgo

A su vez, se realiza un ejercicio comparativo respecto a los sesgos promedio en las predicciones de inflación para la muestra total de proyección y la muestra sin eventos extremos para cuatro horizontes de proyección²⁹. Se observa que las predicciones del BCRP presentan un sesgo promedio positivo moderado para los cuatro horizontes de proyección considerados, en particular en la muestra sin eventos extremos. Este comportamiento refleja las dificultades en predecir dichos eventos.

SESGO PROMEDIO PARA LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN DEL BCRP



Nota: El sesgo de proyección es una medida de cuán diferente en promedio resultó la proyección de inflación respecto al dato ejecutado, y donde se evalúa si se realizan subestimaciones (cuando el ejecutado es mayor que el proyectado) o sobreestimaciones (el caso en que el ejecutado es menor que el proyectado). $h = 3, 6, 9, 12$ meses, son los diferentes horizontes de proyección. Los eventos extremos consideran los períodos comprendidos entre 2008 y 2009 a causa de la Crisis Financiera Internacional y el período entre 2020 y 2021 correspondiente a la pandemia del COVID-19.

Evaluación en base al límite superior e inferior de los fan charts

Para analizar la capacidad predictiva de las proyecciones de inflación para un horizonte determinado, se compara la evolución del límite superior e inferior³⁰ de la proyección de inflación 12 meses adelante de su fecha de publicación con respecto a la inflación ejecutada. Se puede observar que en el periodo de 20 años ha habido 5 episodios en los que la inflación ejecutada superó las predicciones presentadas en los *fan charts*. En todos estos episodios los choques positivos a la inflación fueron persistentes y causados por alzas fuertes e inesperadas en los precios de alimentos y energía. El último es el episodio más persistente, con una duración de 15 meses hasta el momento y con un desvío máximo de la inflación ejecutada de abril de 2022 de 3,68 por ciento por encima del límite superior considerado en el Reporte de Inflación de marzo de 2021.

28 Para hacer las proyecciones del *fan chart* consistente con aquellas de los expertos, se calcula la RECM para una proyección de fin año fija de año corriente o año próximo, a horizontes de proyección variables de 3 a 12 meses antes de fin de año.

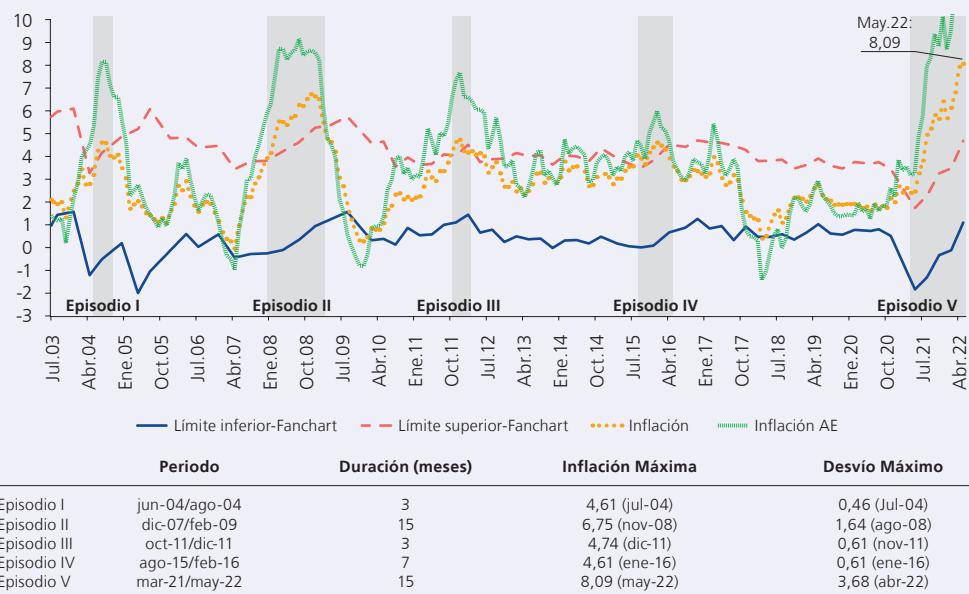
29 El ejercicio consiste en calcular el sesgo de proyección generando una ventana de proyección, cuyo punto final cambia según el horizonte considerado para cada uno de los reportes de inflación. De esta manera, se calculan cuatro sesgos por reporte de inflación, los cuales son posteriormente promediados en una medida de sesgo promedio por cada horizonte de predicción.

30 Los percentiles 95 y 5 de la distribución de la proyección de la inflación presentada en los *fan charts* publicados en los Reportes de Inflación.





**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
LÍMITE SUPERIOR E INFERIOR 12 PERIODOS HACIA ADELANTE**



Nota: Un episodio, denotado por E, lo conforman aquellos datos de inflación de fechas consecutivas que superan el límite superior de alguno de los *fan charts* publicados hasta 1 año atrás. Por ejemplo, desde el inicio de la muestra, el primer dato de inflación en ubicarse por encima del límite superior de alguno de los *fan charts* publicados un año atrás fue el de enero de 2004. Este patrón se repitió hasta julio de 2004, fecha donde finaliza el primer episodio "E1".

Proyección del PBI en los Reportes de Inflación: evaluaciones del desempeño predictivo comparado.

El crecimiento del PBI entre 2001-2021 fue 4,4 por ciento, una de las mayores tasas entre los países de la región.



Fuente: WEO (abril 2022) – FMI.

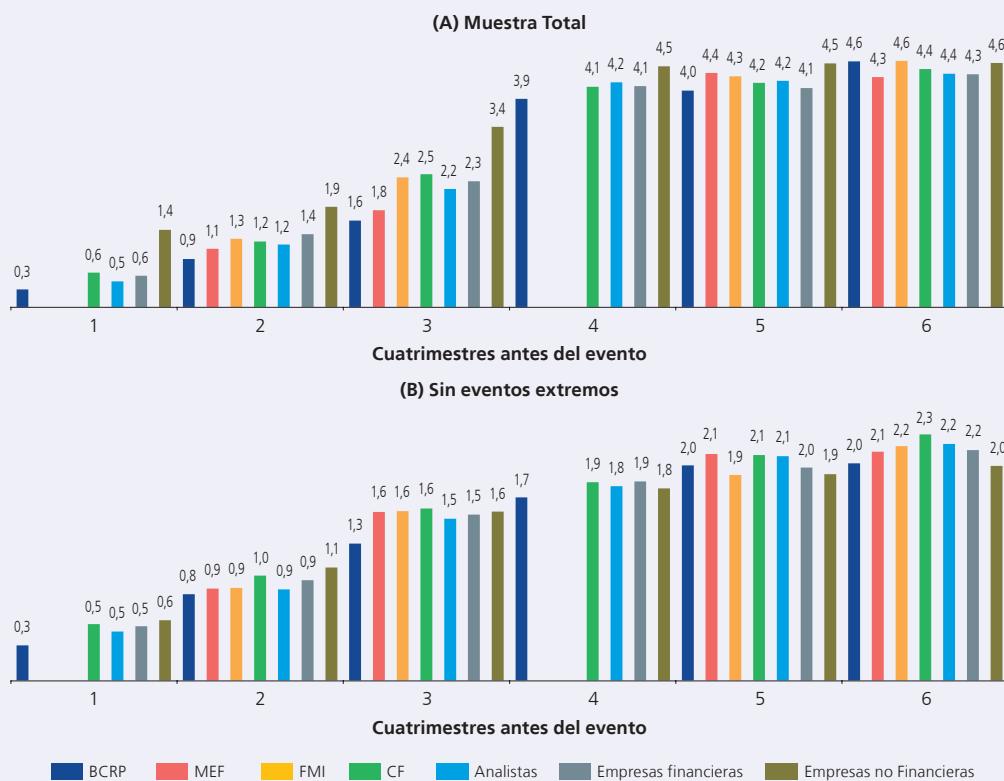
A diferencia de la inflación los datos realizados del crecimiento del PBI se publican con rezago, y por tanto su evaluación de capacidad predictiva debe considerar los meses de desfase. Dado que el INEI publica en febrero de cada año el crecimiento del PBI de cierre del año previo, se considera entonces a dicho

mes como fecha de realización del evento. Para la comparación de las predicciones, es útil agruparlas, dado que sus publicaciones no se llevan a cabo todos los meses de manera regular³¹. El primer grupo lo conforma el horizonte de más corto plazo, en la que el BCRP, *Consensus Forecasts* y las expectativas recogidas por el BCRP tienen datos; este horizonte está compuesto por las predicciones de noviembre, diciembre, enero y febrero³². El siguiente horizonte comprende las predicciones de cada julio, agosto, setiembre y octubre, meses en los que se producen las actualizaciones de las predicciones del FMI y del MEF así como la mayoría de Reportes de Inflación cercanos a setiembre. El tercer horizonte dentro del año corriente comprende los meses de marzo a junio y es donde se producen las primeras versiones anuales del Marco Macroeconómico Multianual (MMM) del MEF y del World Economic Outlook (WEO) del FMI y contiene típicamente dos reportes de inflación.

Evaluación de las predicciones del PBI: precisión

El gráfico a continuación muestra el comportamiento de las RECM, tanto en el periodo que comprende toda la muestra (panel A), como en periodos que excluyen los episodios extremos (panel B).

RAÍZ DEL ERROR CUADRÁTICO MEDIO (RECM) DE LAS PROYECCIONES DEL PBI PARA CADA CUATRIMESTRE DE PROYECCIÓN



- 31 El Reporte de Inflación del BCRP tiene la mayor parte de sus publicaciones en los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre, aunque el reporte se ha publicado también en otros meses. El MMM se ha publicado en abril o mayo de cada año y se suele actualizar en los meses de agosto. El WEO del FMI se suele publicar en abril de cada año y se actualizan sus proyecciones o bien en setiembre u octubre. Por su parte, las proyecciones de *Consensus Forecasts* y de las expectativas de analistas, empresas financieras y empresa no financieras se publican con frecuencia mensual.
- 32 En diciembre y enero el BCRP realiza el proceso de backcasting/nowcasting del crecimiento del producto del año anterior.





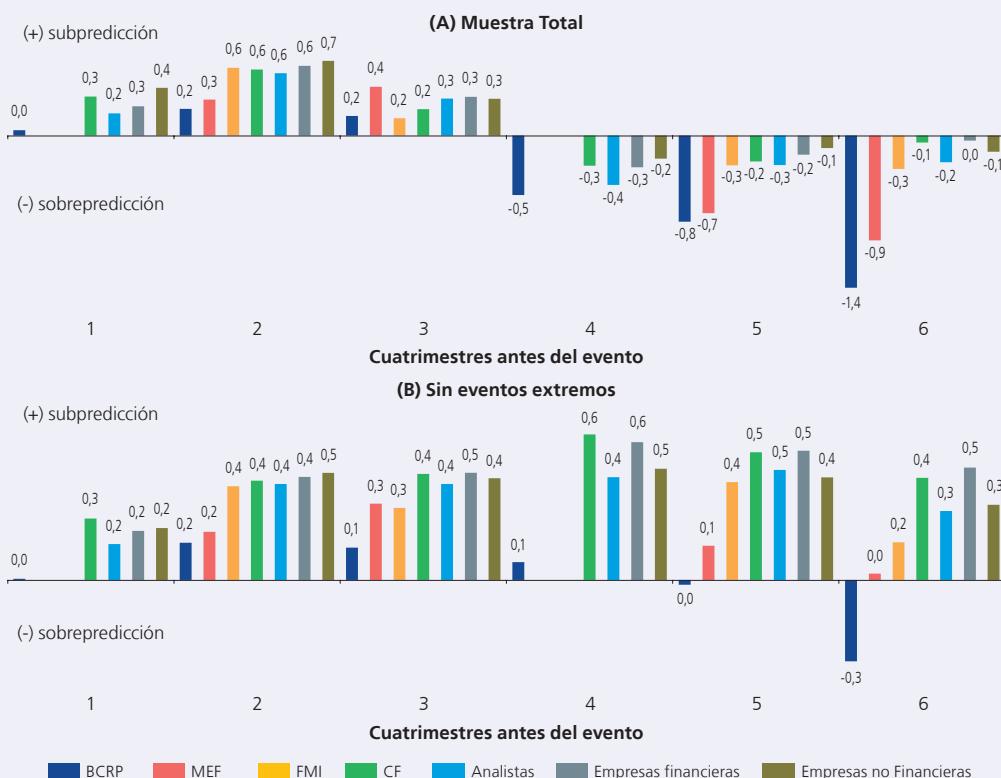
Se observa que las RECM asociadas a las predicciones del BCRP para 2 cuatrimestres antes del evento están por debajo de 1 en ambos paneles del gráfico. La diferencia sustancial es en el cuatrimestre tres antes del evento del panel A. Se resalta que las predicciones del BCRP tienen una mayor precisión (RECM de 1,3 versus 1,5-1,6 de los otros pronosticadores).

Asimismo, se puede notar del gráfico previo que, a partir del cuatrimestre 5, las RECM son prácticamente iguales a la desviación estándar del crecimiento del PBI (2,2 sin escenario extremos y 4,2 con escenarios extremos). Lo que señala que, a partir de dicho horizonte, la información procesada por los pronosticadores es limitada en relación con reducir la incertidumbre más allá de la desviación estándar incondicional del crecimiento del producto.

Evaluación de las predicciones del PBI: sesgo

En el siguiente gráfico se observan los sesgos de predicción tanto para el caso donde se considera toda la muestra (panel A), así como el que excluye los episodios extremos como la Crisis Financiera Internacional o el choque del COVID-19 (panel B).

SESGO DE PREDICCIÓN DEL PBI POR CADA CUATRIMESTRE ANTES DE CADA EVENTO



Se colige del gráfico que, cuando no se consideran los años atípicos, los siete pronosticadores tienden a subestimar el crecimiento del producto. En este caso, se aprecia que las proyecciones del BCRP tienen el menor sesgo. Cuando se incluyen los años atípicos, la subestimación sólo ocurre en los horizontes de corto plazo ya que en el largo plazo el sesgo es a la sobreestimación. Estos resultados concuerdan con Celasum y otros (2021).

Comentarios Finales

Las proyecciones de la inflación mensual interanual y su correspondiente balance de riesgos han sido publicadas a lo largo de veinte años en el Reporte de Inflación y se cuantifican en el gráfico denominado *fan chart*. La precisión de estas proyecciones es de suma importancia para la comunicación de las medidas de política monetaria y su impacto en la formación de expectativas de inflación. La crisis financiera internacional y la pandemia del COVID-19 han sido períodos caracterizados por un incremento significativo de la incertidumbre y volatilidad macroeconómica a nivel global. Esta situación ha dificultado la proyección de la inflación, lo que se ha reflejado en mayores errores de predicción en comparación con períodos normales. Sin embargo, estos desvíos no son sistemáticos y, como en el pasado, son resultado de choques inesperados de oferta en la inflación de alimentos y energía, que no están bajo la influencia de las acciones del BCRP.

En relación con el análisis de desempeño comparado de las predicciones del crecimiento anual del PBI publicadas por el BCRP en estos 20 años, se infiere que aquellas muestran características compatibles con las buenas prácticas de predicción. En primer lugar, las predicciones hasta un horizonte de 6 cuatrimestres (2 años) son estadísticamente insesgadas y, por tanto, no existe evidencia de sobre o subestimación. En segundo lugar, los errores de predicción son relativamente pequeños a lo largo de los horizontes hasta el cuatrimestre 5. En este sentido, resaltan las predicciones para el año calendario realizadas entre marzo y junio, pues estas predicciones han sido históricamente más precisas que otros pronosticadores.

Cabe destacar que en los escenarios extremos se observa una subestimación de la inflación y una sobreestimación del crecimiento del producto, principalmente en horizontes más allá del año. Esto es un indicativo de que en estos escenarios prevalecen factores de choque de oferta.

Referencias

- Britton, E., P. Fisher y J. Whitley, 1998, "The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart", Bank of England Quarterly Bulletin, febrero.
- Celasun, O., J. Lee, M. Mrkaic y A. Timmermann (2021), "An Evaluation of World Economic Outlook Growth Forecasts, 2004–17", IMF Working Paper 2021-216, agosto.
- Vega, M., 2003, "Reportando la distribución de la proyección de inflación", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 10.
- Winkelried, D. 2012 "¿Qué es un fan chart?", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Moneda 151.





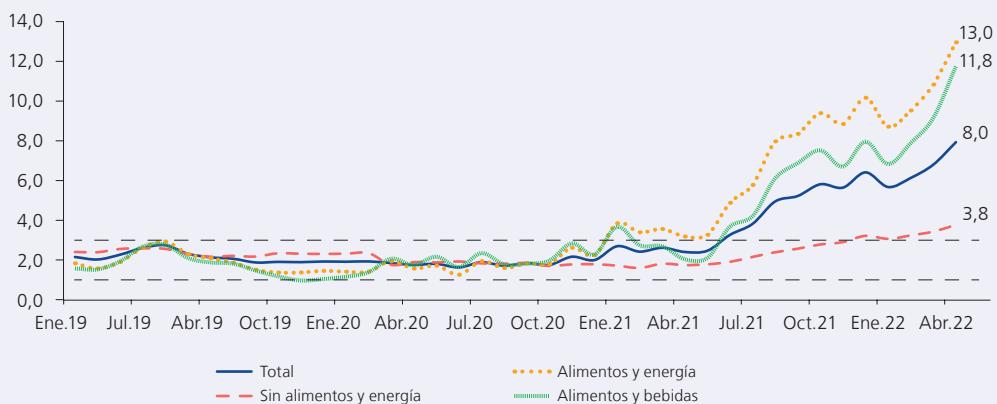
Recuadro 5
IMPACTO DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES
EN EL BIENESTAR DE LOS HOGARES PERUANOS

En este recuadro se discute el impacto de los precios de los alimentos y combustibles sobre el bienestar de los hogares peruanos, entendiéndose a este como la capacidad de satisfacer sus necesidades. Además, describe las respuestas de política económica del Perú y otros países para proteger a los hogares frente al aumento de precios.

Evolución de precios y pobreza monetaria

En el transcurso del último año, el Perú viene experimentando un periodo de altas presiones inflacionarias. La inflación total se encuentra por encima del límite superior del rango meta de 3,0 por ciento desde junio de 2021, lo que responde principalmente al fuerte incremento de los precios de los alimentos y la energía en una coyuntura internacional de fricciones de oferta por problemas logísticos, sequías y el impacto del conflicto armado en Ucrania.

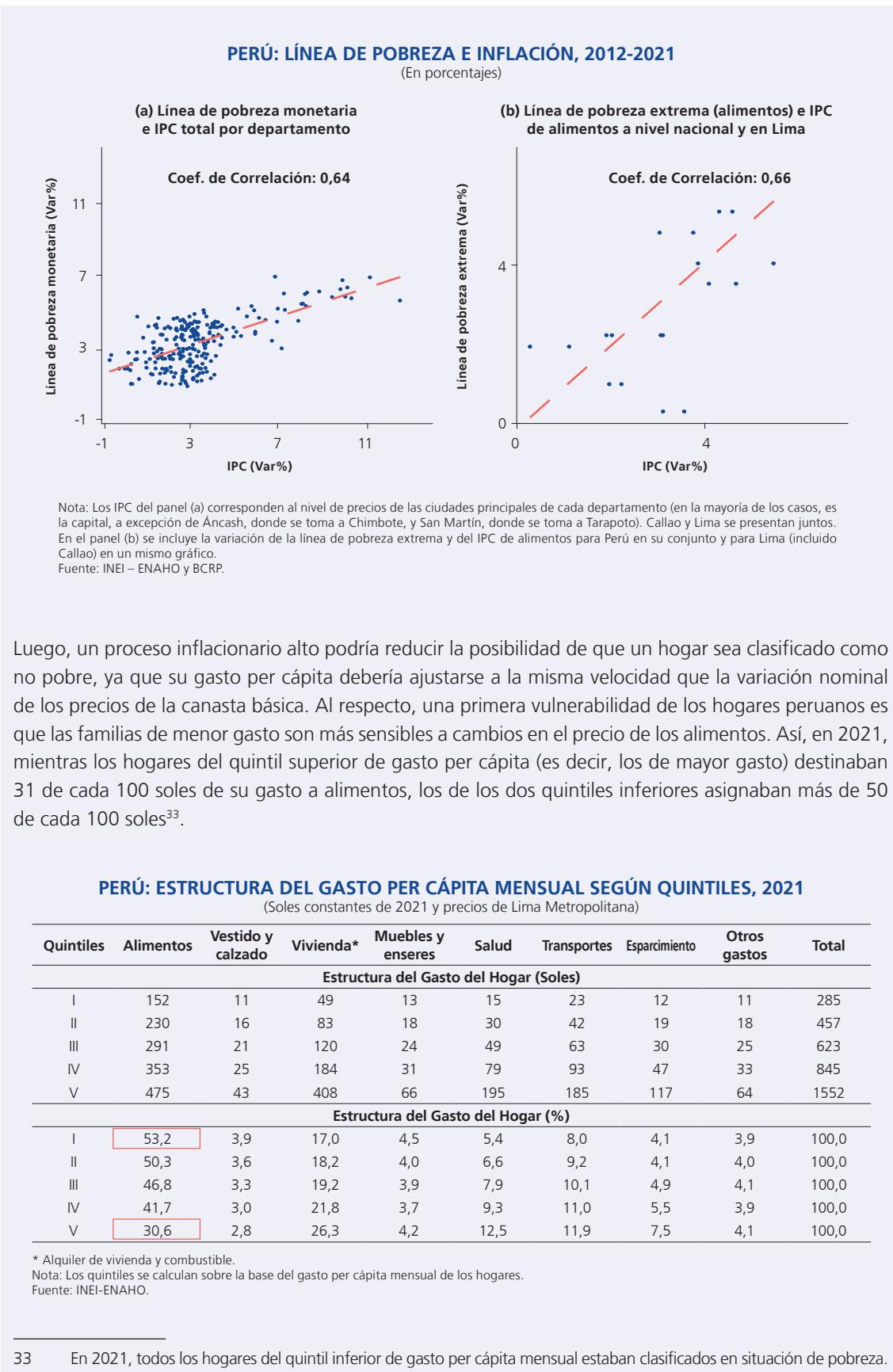
PERÚ: INFLACIÓN MENSUAL POR RUBROS, 2019-2022
(En porcentajes)



Fuente: BCRP.

Por definición, el proceso inflacionario incrementa el costo de los bienes y servicios al alcance de los hogares peruanos. Esto repercute directamente sobre el cálculo de la línea de pobreza monetaria, que mide el nivel de gasto per cápita que deben satisfacer los hogares peruanos para ser considerados no pobres. La línea de pobreza es la suma de: (i) un componente alimentario, definido sobre la base de una canasta de alimentos vinculada a la ingesta calórica necesaria para realizar actividades básicas; y (ii) un componente no alimentario, definido como el valor de una canasta de bienes y servicios básicos en las áreas de vestido y calzado, alquiler de vivienda, combustible, muebles y enseres, salud, transporte, comunicaciones, esparcimiento, educación, cultura y otros. El gasto necesario para cubrir el componente alimentario es utilizado como referencia para medir la pobreza extrema.

Evidentemente, tal como muestra el siguiente gráfico, a mayor inflación total e incremento de precios de alimentos, mayores líneas de pobreza monetaria y de pobreza extrema, respectivamente, con una alta asociación entre estas variables.



33 En 2021, todos los hogares del quintil inferior de gasto per cápita mensual estaban clasificados en situación de pobreza.





Una segunda vulnerabilidad está relacionada con la recuperación de los ingresos. Al analizar la evolución del ingreso laboral por perceptor en los hogares de los dos quintiles inferiores de ingresos de zonas urbanas, se observa que los hogares con menos recursos experimentaron una contracción importante de sus ingresos durante la pandemia; y se encuentran sustancialmente por debajo de los niveles de 2019 (rezago de alrededor de 35 por ciento)³⁴.

PERÚ: INGRESO LABORAL REAL MENSUAL POR PERCEPTOR DEL 40 POR CIENTO DE LA POBLACIÓN CON MENORES INGRESOS DE ZONAS URBANAS, 2009-2021

(Soles constantes de 2021 y precios de Lima Metropolitana)



Nota: Los quintiles se calculan sobre la base del ingreso total per cápita de los hogares.
Fuente: INEI - ENAHO.

Medidas para enfrentar el alza de precios

En el Perú, para proteger a los hogares vulnerables del alza de precios en 2022, se estableció: (i) una reducción del ISC de combustibles; (ii) una exoneración temporal (por tres meses) del IGV a cinco bienes finales (pollo, huevos, pastas alimenticias sin cocer, pan y azúcar) y a insumos de carne de pollo y huevos, fideos, pan y azúcar; y (iii) una subvención adicional extraordinaria de S/ 200, S/ 250 y S/ 300 para usuarios de los Programas JUNTOS, Pensión 65 y Contigo, respectivamente (equivalentes al pago bimensual que se transfiere a los usuarios de estos programas). A nivel internacional, se observa que la mayoría de los países, tanto avanzados como emergentes, también utilizan medidas de gasto (incluidos subsidios, vouchers y ampliación de programas sociales existentes) y medidas tributarias.

MUNDO: MEDIDAS PARA ENFRENTAR EL ALZA DE PRECIOS, 2021-2022

	Medidas de gasto		Medidas tributarias	Otras medidas	Número de países
	Transferencias monetarias	Otras medidas de gasto			
Economías avanzadas	6	14	15	0	29
Mercados emergentes	4	14	17	5	46
Economías en desarrollo	1	2	2	0	19
Importadores de petróleo	11	28	31	5	78
Exportadores de petróleo	0	2	3	0	16
Grandes importadores de trigo de Rusia/Ucrania	5	9	11	3	41
Exportadores de trigo	2	1	3	0	5

Nota: Las otras medidas incluyen prohibiciones comerciales. Un país es un "gran importador de trigo" de Rusia y Ucrania si este país importa más del 10 por ciento de sus importaciones de trigo de Rusia y Ucrania combinadas. Un país es un "exportador de trigo" si su participación en las exportaciones mundiales de trigo es superior al 3 por ciento.

Fuente: FMI (Fiscal monitor, abril de 2022).

34 Para este grupo de la población, el ingreso total per cápita, que incluye también a las transferencias corrientes, el ingreso extraordinario y por rentas, y el alquiler imputado, se ubicó 11,2 por debajo del observado en 2019, mostrando una recuperación parcial al igual del resto de la población de las zonas urbanas (11 por ciento menor a 2019). Por su parte, el gasto per cápita de los hogares menos favorecidos de las zonas urbanas se ubicó aún 9,2 por ciento debajo de lo observado en 2019 pero por encima de lo reportado en 2020, en línea con una reducción de la pobreza de 4,2 puntos porcentuales durante 2021.

Haciendo una evaluación de las medidas anteriores, el FMI sugiere que la ayuda debe estar focalizada en los hogares vulnerables, permitiendo que los precios domésticos sigan a los precios internacionales (para evitar mayores desbalances entre demanda y oferta). Similarmente, los países con subsidios ya establecidos deben dejar que el precio final se ajuste gradualmente para evitar costos fiscales excesivos; y, más bien, pueden plantear acciones en los mercados de alimentos y fertilizantes (por ejemplo, liberar reservas de alimentos). Por otro lado, el FMI indica que los países con bajos niveles de protección social deben expandir sus programas más efectivos orientados a hogares vulnerables y considerar el uso de herramientas digitales para su escalamiento. Mientras tanto, los países con mayores niveles de protección social pueden evaluar el uso de transferencias monetarias a hogares de bajos ingresos, ya que esta medida no distorsiona los precios relativos y puede ser focalizada.

Con relación a los programas sociales existentes en el Perú, hay dos espacios que pueden ser utilizados para brindar seguridad alimentaria de los hogares en la presente coyuntura: Qali Warma y el Programa de Complementación Alimentaria (PCA). El primero es un programa que brinda desayuno y almuerzo a alumnos de los quintiles inferiores de ingresos de inicial, primaria y secundaria pública (en este último nivel educativo, solo a pueblos de la Amazonía, de Jornada Escolar Completa y de Formas de Atención Diversificadas en zonas rurales). Una expansión de la cobertura del programa, sobre todo en el nivel de educación secundaria, serviría para aliviar el gasto de los padres de familia en situación de vulnerabilidad. Además, ayudaría a que la inflación no frene el desarrollo del capital humano de los menores en edad escolar, en un contexto de altas pérdidas de logros de aprendizaje y desarrollo socioemocional a raíz de la pandemia.

Mientras tanto, el PCA otorga alimentos de forma descentralizada—a través de gobiernos locales—a comedores populares y albergues, entre otros centros de atención. A través de este programa se pueden hacer transferencias focalizadas en especie a poblaciones que requieran soporte alimenticio en la coyuntura de alta inflación. Más aún, la reciente Ley 31458³⁵ reconoce a las ollas comunes como organizaciones sociales de base para que puedan participar de los programas de complementación alimentaria durante situaciones de emergencia; y el DL 1472³⁶ faculta a Qali Warma para proporcionar alimentos directamente a personas de hogares vulnerables a solicitud de los distritos durante la emergencia sanitaria. De esta manera, el alcance del gobierno para otorgar alimentos a los usuarios finales se ha extendido; y podría potenciarse aún más si se estableciera un mecanismo para captar y centralizar donaciones y financiamiento del sector privado para los centros de atención de alimentación complementaria.

No obstante, las transferencias monetarias podrían resultar, en comparación con las transferencias en especie, una alternativa más efectiva en términos de ganancias de bienestar, ya que facilitan la asignación del gasto de los hogares en función de sus preferencias y condiciones económicas iniciales. Al respecto, las principales condiciones para el éxito de un programa de transferencias monetarias son: (i) focalización, (ii) cobertura y (iii) oportunidad. Esto implica nutrirse de las experiencias de los bonos anteriores para asegurar que la ayuda llegue a los hogares realmente necesitados, con un monto adecuado para cubrir sus privaciones (para ello, es clave que no se filtren recursos a otros hogares no vulnerables) y en el momento oportuno (sin demoras excesivas que lleven a que los riesgos de inseguridad alimentaria se materialicen).

35 La Ley 31458, “Ley que reconoce las ollas comunes y garantiza su sostenibilidad, financiamiento y el trabajo productivo de sus beneficiarios, promoviendo su emprendimiento”, fue promulgada el 12 de abril de 2022.

36 El Decreto Legislativo 1472 fue publicado el 29 de abril de 2020.



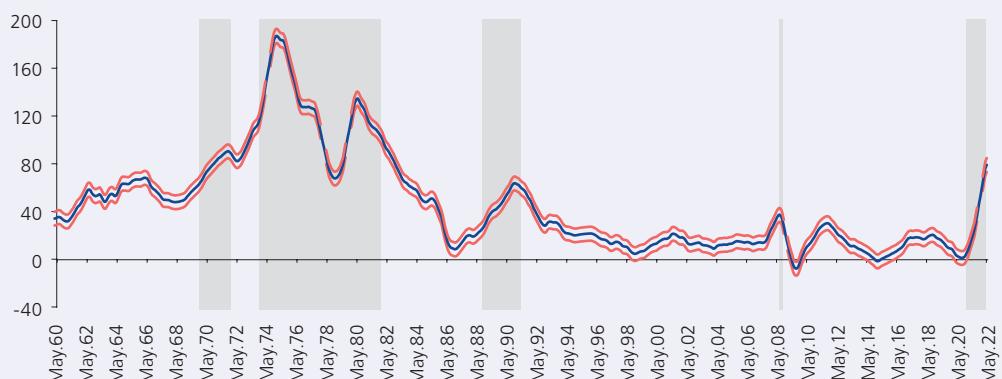


Recuadro 6
INFLACIÓN GLOBAL Y FACTORES IDIOSINCRÁTICOS EN LATINOAMÉRICA³⁷

La tasa de inflación interanual de cada país, que mide el cambio en el costo de vida, ha sido desde siempre un indicador clave para la evaluación de la política monetaria de cada banco central. A nivel global, se observa un alto grado de sincronización de las tasas de inflación, en especial en las economías avanzadas (principalmente las del G-10). Ello se refleja actualmente en un elevado nivel de inflación no visto desde hace cuarenta años. Naturalmente, este componente global viene impactando de manera significativa en las tasas de inflación de la región, dificultando con ello el cumplimiento de los objetivos de la política monetaria. En este recuadro se cuantifica y separa qué porción de la inflación observada actualmente en los países de la región es explicada por este componente global, aplicando una perspectiva histórica para el periodo de metas de inflación.

En primer lugar, utilizando datos del grupo de países G-10, se captura el componente global de sincronización de la inflación interanual para el periodo comprendido entre enero de 1960 y mayo de 2022. En el siguiente gráfico se puede apreciar el factor global estimado para el periodo indicado³⁸, el cual refleja que la inflación actual es comparable con la de inicios de los años 80.

FACTOR GLOBAL ESTIMADO DE SINCRONIZACIÓN DE INFLACIÓN
(1960 – 2022*)



* Al mes de mayo. Las áreas sombreadas representan los períodos de alta inflación global señalados por Rouse y otros (2021)³⁹. Las unidades son referenciales y útiles para identificar niveles relativos.

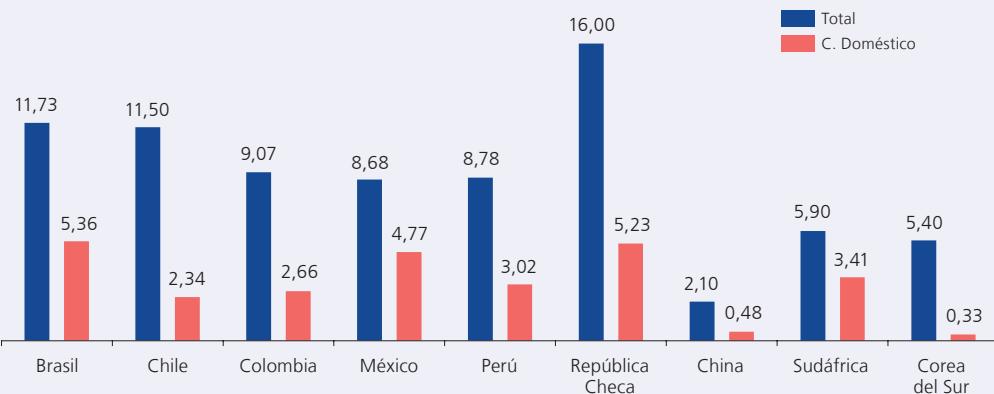
Posteriormente, y dado este factor global de sincronización estimado, se procede a calcular los componentes residuales de los países de la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y otros emergentes para el periodo reciente. Estos componentes por país se pueden interpretar como la inflación contrafactual que se obtendría si no se hubiera registrado esta mencionada sincronización a nivel global.

37 Recuadro basado en el trabajo en progreso "Global Inflation and Idiosyncratic Factors in Emerging Economies" de Pérez, Fernando (2022).

38 Se especifica y estima (a través de técnicas bayesianas) un modelo dinámico que comprende un componente común de inflación (ponderado por un factor) y un componente idiosincrático: $\pi_{i,t} = \alpha_i \pi_t + \tilde{\pi}_{i,t} + e_{i,t}$.

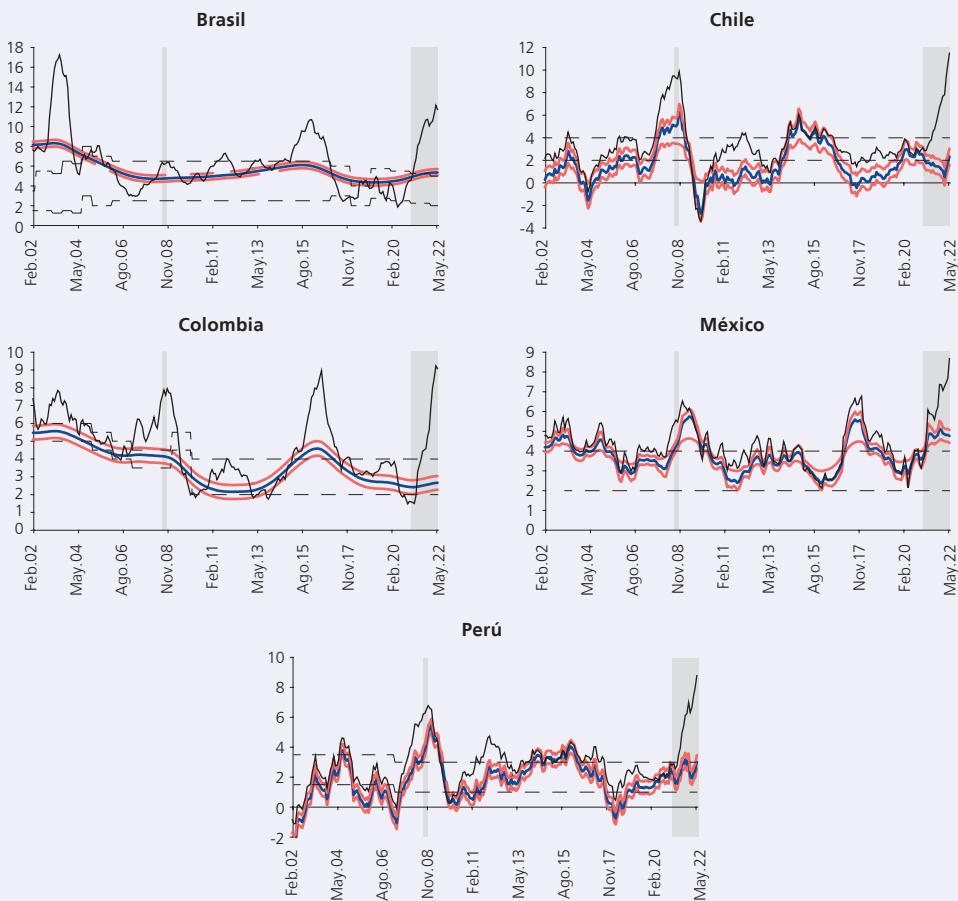
39 Rouse, Zhang, and Tedeschi (2021): Historical Parallels to Today's Inflationary Episode. The White House Blog.

INFLACIÓN TOTAL Y COMPONENTE DOMÉSTICO EN MAYO 2022 (En %)



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

INFLACIÓN TOTAL, COMPONENTE DOMÉSTICO RESIDUAL ESTIMADO Y RANGO META (En %)



Línea sólida negra es la inflación total y la línea azul es el componente de cada país estimado (incluyendo las bandas de confianza del 68 por ciento más probable en rojo). Las líneas punteadas de color gris representan el rango meta vigente en cada período. Las áreas grises sombreadas corresponden a los episodios de inflación global similar al primer gráfico.





En líneas generales, se encuentra que la contribución del factor común a las inflaciones de la región, aunque no es constante en el tiempo, es muy significativa, en especial para el último episodio (en algunos casos mayor al 50 por ciento al cierre de abril 2022). Sin embargo, en nuestra región se encuentra también que, en episodios específicos, la contribución del factor idiosincrático puede ser mayor a la del factor común. Ello está asociado a choques específicos que impactan de manera heterogénea en la inflación, dependiendo de la composición de la canasta básica (por ejemplo, en el caso de la predominancia de precios de algunos *commodities* tales como metales e hidrocarburos); y a choques de oferta como el Fenómeno El Niño. De hecho, se encuentra que el componente específico de cada país (incluyendo bandas de confianza del 68 por ciento más probable) se ubica en la mayor parte de la muestra dentro del rango meta o muy cerca del mismo, en especial para el caso del Perú, en el último episodio (2021-2022), reflejando con ello que actualmente el desvío de la inflación respecto al rango meta es explicado principalmente por factores que no controla la política monetaria.

A manera de conclusión, nos encontramos actualmente en un contexto de mayor inflación global, el cual es comparable con otros episodios de hace varios años. El desvío temporal de la inflación respecto al rango meta se explica principalmente por estos factores globales y, en la medida en que estos comiencen a revertirse y desvanecerse, las tasas de inflación en la región retornarán al rango meta. El componente específico de cada país se encuentra, con alta probabilidad, anclado al rango meta. Ello indica que las acciones de política monetaria realizadas (fijación de tasas de interés, manejo de liquidez, uso de medidas macroprudenciales y adecuada comunicación) van en el sentido correcto y contribuirán, en el mediano plazo, a formar expectativas y reforzar la credibilidad de los bancos centrales.

Recuadro 7
EVOLUCIÓN RECENTE DEL ABASTECIMIENTO
Y LOS PRECIOS DE FERTILIZANTES

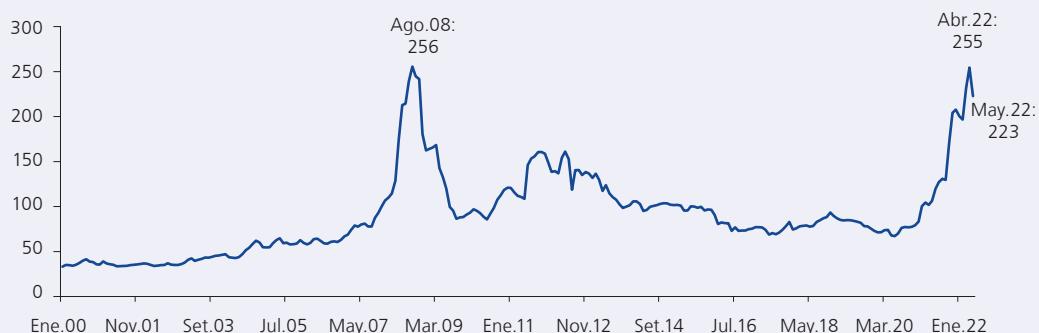
El aumento de los precios de los fertilizantes desde 2021 viene afectando la provisión mundial de alimentos, situación que se ha intensificado desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania. En el Perú, se prevé que los principales cultivos afectados sean la papa en el segundo semestre de 2022 y, en menor medida, el arroz, la cebolla, el tomate y la zanahoria. Se estima que el encarecimiento de los fertilizantes tendrá un impacto de 0,5 puntos porcentuales adicionales en la inflación de 2022 y de 0,1 puntos porcentuales en 2023, aunque ello dependerá de la duración del conflicto y las sanciones impuestas a Rusia y Bielorrusia.

Precios internacionales de los fertilizantes

Desde 2021 el precio de los fertilizantes ha venido en aumento, debido al alza del costo de sus principales insumos, como el gas natural y el carbón. A ello se sumaron las sanciones impuestas a Bielorrusia, principal exportador global de fertilizantes potásicos, en junio de 2021. Estas limitaciones a la oferta global de fertilizantes, con el consecuente encarecimiento de sus precios, tiene especial relevancia para el Perú, dado que el país importa casi la totalidad de fertilizantes químicos utilizados en la producción agrícola.

Luego de una ligera reversión en los precios de los fertilizantes entre diciembre de 2021 y febrero de 2022, la guerra en Ucrania los ha vuelto a impulsar al alza. Las nuevas sanciones impuestas a Rusia y Bielorrusia a raíz del conflicto limitan la oferta proveniente de dos de los principales exportadores mundiales de fertilizantes nitrogenados y potásicos. Así, en abril el índice de precios de fertilizantes del Banco Mundial estuvo a punto de alcanzar su valor máximo histórico, registrado en agosto de 2008.

PRECIO DE LOS FERTILIZANTES
 (Índice 2010=100)



Fuente: Banco Mundial.

Dentro de los fertilizantes que componen el índice de fertilizantes del Banco Mundial se encuentran la urea, el superfosfato triple, el cloruro de potasio, el fosfato diamónico y la roca fosfórica. Los precios de todos estos fertilizantes han experimentado fuertes aumentos desde mediados de 2021; y se espera que se mantengan altos durante 2022 y comiencen a retroceder en 2023.





PRECIO INTERNACIONAL DE LOS FERTILIZANTES QUÍMICOS

Soles por tonelada	Urea	Superfosfato Triple	Cloruro de potasio	Fosfato diamónico	Roca fosfórica
Fin de periodo (ejecutado)					
Dic.15	264	360	302	341	124
Dic.16	218	278	207	297	98
Dic.17	215	309	216	357	80
Dic.18	277	368	216	390	99
Dic.19	218	243	266	238	73
Dic.20	245	320	203	389	83
Dic.21	890	687	221	745	177
May.22	708	828	563	843	255
Precio promedio anual (ejecutado y proyectado)					
2020	229	265	218	312	76
2021	483	538	210	601	123
2022*	850	750	520	900	175
2023*	750	650	470	800	160
2024*	600	550	453	650	150
Variación porcentual interanual					
Dic.19	-21,4	-33,9	23,2	-38,9	-26,9
Dic.20	12,6	31,5	-23,7	63,1	14,9
Dic.21	263,3	114,6	9,1	91,8	112,0
May.22	-20,5	20,5	154,5	13,1	44,3
2021	110,9	103,0	-3,7	92,6	61,8
2022*	76,0	39,4	147,6	49,8	42,3
2023*	-11,8	-13,3	-9,6	-11,1	-8,6
2024*	-20,0	-15,4	-3,6	-18,8	-6,3

* Proyección.

Fuente: Banco Mundial.

Precios y abastecimiento en el mercado local

La urea es el principal fertilizante que importa el Perú (en promedio 30 por ciento del volumen de importaciones de fertilizantes entre 2015 y 2021), debido a su alto contenido de nitrógeno (46 por ciento).⁴⁰ El precio internacional de la urea subió 263 por ciento en 2021, y un 4 por ciento hasta abril de 2022, pero en mayo el precio vio una fuerte caída (23 por ciento) con lo cual el precio se encuentra 20 por ciento por debajo del nivel de diciembre 2021. Ello se trasladó al mercado local con un aumento del precio minorista de 145 por ciento en 2021 y un 10 por ciento adicional en lo que va de 2022. Hasta 2021, cerca de 70 por ciento de las importaciones de urea provenían de Rusia.

PRECIO INTERNACIONAL Y LOCAL DE LA UREA



*Precio FOB de la urea granulada de Ucrania en Medio Oriente, antes de marzo 2022 se reporta el precio en el Mar Negro.
Fuente: MIDAGRI y Banco Mundial.

40 Los tres nutrientes principales que requieren las plantas son nitrógeno, fósforo y potasa. El nitrógeno sirve para el desarrollo vegetativo de las plantas, mientras que el fósforo y la potasa fortalecen la resistencia y el desarrollo de las raíces.

Dentro de los fertilizantes nitrogenados que el Perú importa, la urea es el que ha experimentado la mayor alza en el precio minorista desde diciembre de 2020 (186 por ciento). Otros fertilizantes nitrogenados, como el sulfato de amonio y el nitrato de amonio también han tenido aumentos importantes de precios (156 y 157 por ciento, respectivamente).

PRECIO MINORISTA DE LOS FERTILIZANTES QUÍMICOS

Soles por tonelada	Urea	Nitrato de amonio	Sulfato de amonio	Superfosfatos	Cloruro de potasio	Sulfato de potasio	Sulfato de magnesio y potasio	Fosfato diamónico
Dic.15	1 573	1 610	1 193	2 229	1 942	2 973	2 219	2 082
Dic.16	1 459	1 540	1 226	2 176	1 864	2 784	2 188	2 066
Dic.17	1 490	1 565	1 091	2 133	1 794	2 560	2 097	1 967
Dic.18	1 513	1 589	1 147	2 110	1 731	2 464	1 965	1 983
Dic.19	1 530	1 563	1 183	2 107	1 725	2 425	1 934	1 984
Dic.20	1 591	1 671	1 265	2 148	1 820	2 400	1 927	1 996
Dic.21	3 904	3 321	2 459	3 488	3 391	3 926	3 037	4 062
Abr.22	4 553	4 300	3 241	3 930	3 991	4 400	3 470	4 551
Variación porcentual interanual								
Dic.19	1,1	-1,6	3,1	-0,1	-0,3	-1,6	-1,6	0,0
Dic.20	4,0	6,9	7,0	2,0	5,5	-1,0	-0,4	0,6
Dic.21	145,4	98,8	94,4	62,3	86,3	63,6	57,6	103,5
Abr.22	16,6	29,5	31,8	12,7	17,7	12,1	14,3	12,0

Fuente: Midagri.

Ante la escasez y el encarecimiento de los fertilizantes, los productores agrícolas han recurrido a la sustitución de la urea por otros fertilizantes. En ese sentido, la posibilidad de sustitución depende del requerimiento de nutrientes de los cultivos, así como la etapa de crecimiento en la que se encuentren. La urea es el fertilizante con el mayor contenido de nitrógeno (46 por ciento), pero para su asimilación requiere convertirse en nitrato, lo cual genera una pérdida en suelo de 40 por ciento del nitrógeno, aproximadamente. En cambio, otros fertilizantes nitrogenados, como el nitrato de amonio, ya pasaron por este proceso, por lo cual, a pesar de tener un menor contenido de nitrógeno (34 por ciento), su asimilación en las plantas es mayor. Por su parte, el sulfato de amonio tiene incluso un menor contenido de nitrógeno (21 por ciento), pero contiene nutrientes secundarios como el azufre (24 por ciento), que benefician el crecimiento de las plantas. De manera similar, los fertilizantes fosfatados y potásicos también tienen diferentes contenidos de fósforo, potasa y otros nutrientes secundarios.

CONTENIDO DE NUTRIENTES PRINCIPALES EN LOS FERTILIZANTES

	Nitrógeno	Fósforo	Potasa
	N	P ₂ P ₅	K ₂ O
Nitrogenados			
Urea	46,0	-	-
Nitrato de amonio	34,0	-	-
Sulfato de amonio	21,0	-	-
Fosfatados			
Superfosfato triple	-	46,0	-
Potásicos			
Cloruro de potasio	-	-	60,0
Sulfato de potasio	-	-	52,0
Sulfato de magnesio y potasio	-	-	21,0
Compuestos			
Fosfato diamónico	18,0	46,0	
Guano peruano (nitrogenado)	11,5	11,5	3,0

Fuente: Soil, crop and more (www.soilcropandmore.info/soil/fertiliz.htm); Tamil Nadu Agricultural University; Guano: The White Gold of the Seabirds.





Los fertilizantes compuestos son aquellos que contienen más de un nutriente principal (destacando entre ellos el Guano de Isla). Sin embargo, el bajo nivel de concentración de nitrógeno, así como la poca producción anual (23 toneladas en promedio entre 2015 y 2021), limitan su capacidad para compensar la menor importación de fertilizantes químicos como la urea.

IMPORTACIONES DE FERTILIZANTES QUÍMICOS NITROGENADOS, POR PRODUCTO

Miles de toneladas	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio enero - mayo		Var. % (b) / (a)
								2015-2021 (a)	2022 (b)	
Urea	424	358	414	257	399	374	325	143	61	-58
Nitrato de amonio	51	128	153	171	169	127	312	54	56	5
Sulfato de amonio	188	227	235	197	264	251	257	96	168	75

Fuente: MIDAGRI, SUNAT-Aduanas.

Al mes de abril, a pesar de que el volumen de importación de urea es solo 42 por ciento de lo que se importa usualmente en ese periodo del año, el contenido efectivo total de nitrógeno importado (fertilizantes químicos) y producido (guano) alcanza el 80 por ciento de la oferta usual. Esto ha sido posible gracias a la mayor importación de sulfato de amonio (75 por ciento por encima de las importaciones promedio). La importación de sulfato de amonio no se ha visto afectada por el conflicto en Ucrania ya que, antes de la guerra, la importación de dicho fertilizante provenía mayoritariamente de Estados Unidos y China (57 y 43 por ciento, respectivamente).

Las entrevistas a las empresas importadoras de fertilizantes confirman esta información, indicando que están incrementando sus importaciones de fertilizantes de Estados Unidos y China, aunque las importaciones desde China toman 90 días, frente a los 70 días que toman las importaciones desde Rusia. Además, están buscando nuevos mercados para importar urea, como Argelia, Bolivia e Indonesia. La oferta de Argelia es urea granulada (partículas grandes), mientras que en el Perú se usa mayormente urea perlada (partículas pequeñas). Sin embargo, dada la escasez de urea perlada (principalmente proveniente de Rusia), el mercado peruano viene aceptando la urea granular. Por otro lado, hay limitaciones para la importación de nitrato de amonio, pues tiene que ser del tipo estabilizado, por estar prohibido importarlo en otro estado (debido a que se utilizaba para la fabricación de bombas clandestinas durante los años 80). En cuanto al sulfato de amonio (y productos en base a fósforo), se viene importando también de México y Marruecos.

Debido a los retrasos que estos cambios han generado en el patrón de importaciones, desde abril muchas empresas comercializadoras de fertilizantes indican que sus inventarios se han visto reducidos, y que, a pesar de un mayor valor de venta, el volumen de venta de las empresas también ha caído en algunos casos entre 10 y 40 por ciento.

Impacto en la producción agrícola y los precios

Ante la fuerte alza del precio de los fertilizantes, los más afectados son los pequeños y medianos agricultores con menos logística para proveerse de dicho insumo y menores márgenes comerciales. Estos productores están localizados mayoritariamente en la sierra (49,9 por ciento), región que destaca en la producción de papa, haba, arveja, zanahoria y cebolla. En menor proporción, estos productores

se ubican en la costa, que tiene una producción importante de arroz y tomate. Cabe señalar que, a diferencia de la costa, en la sierra los suelos tienen mayor contenido de nitrógeno, lo que permiten un menor uso de fertilizantes.

PRODUCTORES DEL SECTOR AGROPECUARIO, SEGÚN ACTIVIDAD 1/ (Miles)

Región	Agrícola	Pecuaria	Agropecuaria	Total
Total	392	100,0	48	100,0
Sierra	195	49,9	31	64,3
Costa	114	29,1	15	32,6
Selva	82	21,0	2	3,2
			1 731	100,0
				2 170

1/ Pequeños y medianos productores.

Fuente: Encuesta Nacional Agraria 2019 - INEI.

FERTILIZACIÓN 1/ (Porcentaje de productores)

	Uso			No uso
	Suficiente	Reducido	Total	
Costa	50,6	38,9	89,5	10,5
Sierra	10,4	44,5	54,9	45,1
Selva	4,9	15,8	20,7	79,3

1/ La fertilización puede ser con abonos o con fertilizantes químicos.

Fuente: MIDAGRI, Censo Nacional Agrario 2012.

USO DE FERTILIZANTE 1/ (Porcentaje de productores)

	Fertilización del suelo		
	Abono y Fertilizante	Solo Abono	Solo Fertilizante
2019	47,2	35,8	17,1
2018	45,7	36,0	18,3
2017	44,7	36,8	18,6
2016	46,0	38,0	16,0
2015	44,3	39,3	16,4
2014	45,6	39,7	14,7

1/ Pequeños y medianos productores.

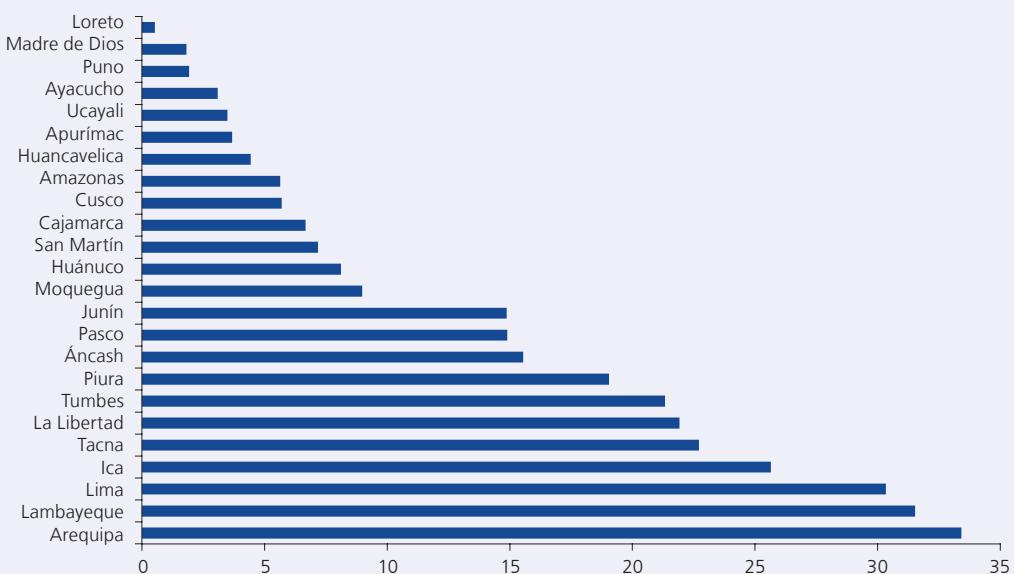
Fuente: Encuesta Nacional Agraria 2019, INEI.

En cuanto a los cultivos, los más perjudicados serían aquellos que requieren más fertilización con urea. En la costa, estos productos son el arroz, el maíz amarillo duro, la papa de la costa; el tomate y, en menor proporción, el limón. En la sierra, es la papa y, en menor proporción, el maíz, arveja, cebolla, zanahoria, frejol, habas, oca, olluco y trigo. Además, según CENAGRO (2012), los departamentos con mayor uso de fertilizante químico en suficiente cantidad son los de la costa, como Lima, Ica, Tacna y productores de arroz y cebolla (Arequipa, Lambayeque, La Libertad, Tumbes y Piura); y los de menor uso son los de la sierra, como los productores de papa (Puno, Ayacucho, Apurímac, Huancavelica, Cusco, Cajamarca, Huánuco, Junín y Pasco), y los de la selva.



**USO DE FERTILIZANTES EN CANTIDADES SUFICIENTES**

(Porcentaje de productores que usan fertilizantes en cantidades suficientes respecto del total de productores de la región)



Fuente: CENEAGRO 2012.

Si bien el fertilizante tiene el potencial de incrementar la producción, en la agricultura confluyen otros factores que pueden potenciar, reducir o atenuar el uso de los fertilizantes, como la incidencia del clima y del agua. Un suelo bien fertilizado con déficit hídrico tiene malos resultados. Un suelo poco nutrido o con igual dosis que la campaña anterior, pero con mejores condiciones hídricas y climáticas, eleva su rendimiento.

Se observa que la caída más importante en la producción de arroz fue en 2019 (10,3 por ciento), por un efecto combinado de recortes de agua y altas temperaturas. Lo primero tuvo lugar por el afianzamiento del reservorio de Poechos en Piura, mientras que lo segundo implicó menores rendimientos en La Libertad (desarrollo precoz con menor peso) y en Lambayeque (problemas sanitarios por sogata). Asimismo, la caída más significativa en la producción de papa fue en 2016 (4,3 por ciento), por déficit hídrico en la sierra. En lo que respecta a la papa de la costa, las reducciones más notables se han producido en Ica, por menores rendimientos ante anomalías térmicas cálidas que afectaron la tuberización en 1997 (caída de 12,0 por ciento) y por eventos de deficiencia hídrica en 2000 (33,0 por ciento).

SIEMBRAS DE CULTIVOS DE CORTO PERÍODO VEGETATIVO POR CAMPAÑAS 2005-06 A 2020-21

(Var. % anual)



Fuente: MIDAGRI.

De hecho, las siembras están más relacionadas con la disponibilidad del recurso hídrico por una amplia agricultura de secano orientada al mercado interno y la dependencia respecto de las lluvias para llenar los principales reservorios del país.

Asumiendo que las restricciones en el uso de fertilizantes sean atenuadas por las buenas condiciones hídricas y climáticas, se calcula que el impacto del alza adicional de los fertilizantes en los cultivos orientados al mercado interno sería de -0,8 puntos porcentuales en 2022 y -1,0 punto porcentual en 2023 respecto a lo proyectado en el Reporte de marzo.

Se espera que el impacto en 2022 se dé en el segundo semestre del año, considerando que el problema bélico se inició a fines de febrero, con un avance del calendario de siembras de los cultivos transitorios de 82 por ciento en promedio y provisiones de fertilizantes para tres meses. Además, dicho impacto ha sido atenuado por la sustitución de urea por sulfato de amonio (de menor precio y contenido de nitratos) y abonos orgánicos; condiciones climáticas e hídricas favorables; y recolección de las cosechas de las campañas grandes de la sierra y la costa en el primer semestre.

Por su parte, se prevé que el impacto en 2023 esté en función de la duración del conflicto bélico; de la provisión de otras fuentes de abastecimiento, como Bolivia y Estados Unidos; y de la gestión del ejecutivo para importar y facilitar la distribución de fertilizantes de manera oportuna.

En la historia reciente se han observado dos episodios de incremento del precio de los fertilizantes, en 2008-2009 y 2010-2011. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, el impacto del precio de los fertilizantes es difícil de aislar de los factores climáticos, que suelen tener mayor importancia para la producción, y que en los períodos indicados incidieron negativamente en los precios (fenómeno de La Niña). En el contexto actual, las buenas condiciones climáticas pueden limitar el impacto en la producción, pero el encarecimiento de los insumos se trasladaría a los consumidores finales en la forma de mayores precios. Se estima que el aumento de los precios de los fertilizantes contribuya con 0,5 puntos porcentuales adicionales a la inflación de 2022, y con 0,1 puntos porcentuales a la de 2023, aunque ello dependerá de la duración del conflicto y de las sanciones impuestas a Rusia y Bielorrusia.

Medidas de política económica

Para facilitar el acceso de los agricultores a insumos cruciales como los fertilizantes, es necesario fortalecer las cadenas de distribución y comercialización existentes. En ese sentido, se debe buscar la complementariedad y no la sustitución de sector público sobre el privado. Así, se debe establecer mecanismos transparentes y oportunos de asignación de los insumos. De esta manera se puede evitar que los agricultores posterguen la temporada de siembras, a la espera de subsidios o entrega directa de fertilizantes por parte del Estado, que pueden llegar de manera tardía y poner en riesgo el abastecimiento de alimentos.

Alrededor del mundo, diversos países están adoptando medidas para hacer frente al incremento de los precios de los fertilizantes. Por ejemplo, el apoyo a la investigación para innovaciones en la producción de fertilizantes y programas de subvenciones y asistencia técnica para agricultores (Estados Unidos⁴¹ y Unión Europea⁴²), o reducir la dependencia de los fertilizantes manufacturados y de urea (Reino Unido)⁴³.

41 Fuente: White House (2022). President Biden Announces New Actions to Address Putin's Price Hike, Make Food More Affordable, and Lower Costs for Farmers.

42 Fuente: International Fertilizer Association (2022). An Unfolding food crisis: A perspective from the fertilizer industry.

43 Fuente: Department for the Environment Food and Rural Affairs (2022). Eutice: supporting farmers ahead of the coming growing season.





En la región, las medidas a corto plazo se orientan principalmente al otorgamiento de subsidios (Chile, Argentina, Colombia y Ecuador), mientras que a largo plazo se enfocan en capacitaciones técnicas y a la reducción del nivel de dependencia a las importaciones de fertilizantes (Brasil).

PRINCIPALES MEDIDAS PARA ENFRENTAR EL AUMENTO EN EL PRECIO DE LOS FERTILIZANTES ADOPTADAS EN LA REGIÓN

País	Medidas
Colombia (ene.22) 1/	<ul style="list-style-type: none">Fondo de US\$ 18 millones para otorgar recursos y subsidios a pequeños productores (Ley de Insumos Agropecuarios; la reglamentación está en proceso).
Brasil (mar.22)	<ul style="list-style-type: none">Programa "Caravana Embrapa FertBrasil", para aumentar la eficiencia en la aplicación de fertilizantes y reducir su uso en la próxima cosecha, mediante capacitaciones e intercambio de conocimiento entre institutos de investigación y el sector productivo. 2/
Chile 3/ (abr.22)	<ul style="list-style-type: none">Programa "Siembra por Chile", que incluye un fondo de garantías para créditos a bajo costo, por montos de hasta US\$ 192 mil para cubrir compra de fertilizantes.Entrega de subsidios no reembolsables por hasta US\$ 620 millones para pequeños agricultores, canalizados mediante el Instituto de Desarrollo Agropecuario.
Ecuador 4/ (may.22)	<ul style="list-style-type: none">Anuncio de subsidio a la importación de la urea.

1/ Medida promulgada el 6 de enero de 2022.

2/ Fuente: Embrapa FertBrasil. Para el año 2050 se espera reducir la dependencia del país de las importaciones de fertilizantes, comenzando por la ubicación de yacimientos de potasio y fósforo, bajo la guía del Plan Nacional de Fertilizantes.

3/ Medida anunciada el 8 de abril de 2022. Fuente: Instituto de Desarrollo Agropecuario (INDAP).

4/ Medida anunciada el 3 de mayo de 2022.

Fuente: Medios de prensa y publicaciones oficiales. Elaboración propia.

Además de las iniciativas a nivel de cada país, la FAO ha presentado un plan de contingencia para afrontar los problemas globales para el suministro de fertilizantes en 2022 y 2023, en el cual propone:

- Para el **corto plazo**: (i) mantener el comercio de fertilizantes abierto y los suministros fiables, así como evitar restricciones comerciales ad hoc; (ii) supervisar el comercio y las políticas comerciales; (iii) mejorar las fuentes de datos y de información en el mercado de fertilizantes; (iv) utilizar indicadores de alerta temprana: niveles y cambios de existencias, ratios de existencias a uso, etc.; (v) apoyar a los consumidores más pobres, pero evitar la protección y el apoyo estructurales hacia los productores; (vi) priorizar los fertilizantes en el uso agrícola sobre el no agrícola.
- Para el **largo plazo**: (i) fomentar la transición hacia fuentes de energía bajas en carbono (ii) mejorar la eficiencia del uso de fertilizantes (iii) mejorar las prácticas agronómicas, priorizando elevar la fertilidad del suelo.