

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

ENERO 2022

LA ECONOMÍA EN EL 2022: UN AÑO DE ADAPTACIÓN



DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

De dónde venimos: una economía esquizofrénica en el 2021

El 2021 fue un año de mucha incertidumbre política. Y, sin embargo, no hay mucha evidencia de que la turbulencia política hubiera afectado el crecimiento. El PBI no sólo creció más de lo que muchos analistas esperaban a inicios de año, 13.3% es nuestro estimado actual mientras que el consenso de mercado a inicios del 2021 era de 9.5% (LatinFocus, enero 2021), sino que estuvo 0.8% por encima del 2019. La mayor parte de los indicadores de actividad económica actuales superan los niveles prepandemia del 2019, algo que no se esperaba que ocurriera antes del 2022.

Los balances macroeconómicos también muestran robustez. Los altos precios de los metales han ayudado a llevar al superávit comercial a un nivel récord que estimamos en USD14,000 millones en el 2021, un incremento de 77% respecto del 2020, que también fue un buen año. Al mismo tiempo, la situación fiscal ha mejorado significativamente. El déficit fiscal terminó el año en 2.6% del PBI, luego de empezar el 2021 en 8.9%. Era esperada una mejora, pero no de esta magnitud.

Sin embargo, la incertidumbre política sí tuvo un impacto, que se evidenció, particularmente, en los mercados

financieros y cambiario. La incertidumbre y percepción de riesgo de buena parte de la población gatilló una salida de capitales de un nivel histórico en el 2021, más de USD16,000 millones según estima el BCR. Para poner esto en contexto, este nivel de salida de capitales ha sido siete veces mayor que el récord anterior, USD 2,290 millones en el 2013. El grueso de la salida de activos provino de empresas y hogares locales, y no de fondos de inversión globales, lo cual significa recursos locales saliendo del país, antes que recursos extranjeros regresando a sus dominios. En general, una población local muy nerviosa se volcó a activos en dólares, provocando una depreciación de 10% en el tipo de cambio. Si no fuera por la intervención del BCR, incluyendo una compra récord de USD17,600 millones en el mercado cambiario, la depreciación cambiara habría sido mucho mayor.

¿Cómo se concilia una economía que crece tan fuerte en el lado real con una sensación de desconfianza tan alta en los mercados financieros? La economía real es más resiliente que en el pasado. Esto probablemente tenga que ver con los siguientes factores: 1. Reactiva y otros programas de gobierno mantuvieron la cadena de pagos intacta, permitiendo un rebote rápido; 2. El entorno global, en particular los precios de los metales, ha sido sumamente favorable; 3. El cambio de gobierno no significó un quiebre con la política ni institucionalidad económicas del pasado; 4. Los programas de bonos, transferencias y disponibilidad de ahorro acumulado dio soporte al consumo; 5. Existe una clase media en el país que no era tan significativa en crisis pasadas y que ha dado más soporte a la demanda interna; 6. La mayor digitalización dio más fluidez y facilidad a las transacciones.

De no haber sido por estos factores, tal vez la crisis del 2020 habría continuado en el 2021, como en épocas pasadas. Al mismo tiempo, sin embargo, uno se queda con la sensación de que el crecimiento podría haber sido bastante mayor de no haber habido tanta incertidumbre y turbulencia política. Dado el entorno global y la resiliencia interna del país, el crecimiento futuro de la economía sería promisorio, de no ser por la incertidumbre y falta de confianza interna.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2020	2021E	2022P	2023P
Sector Real (var. % real)				
PBI	-11.1	13.3	2.6	2.8
Demanda interna	-9.4	13.9	2.3	2.0
PBI primario	-7.7	5.7	4.1	4.4
PBI no primario	-12.0	15.1	2.3	2.3
Consumo privado	-8.7	10.8	2.8	2.6
Inversión privada	-16.5	35.8	-2.0	1.5
Inversión pública	-15.5	23.2	4.4	2.0
Sector Externo (mill. US\$)				
Exportaciones	42,680	61,862	65,888	70,494
Importaciones	34,713	47,778	50,314	54,341
Balanza Comercial	7,966	14,084	15,575	16,152
RIN	74,707	78,499	79,900	80,400
Sector Fiscal (% del PBI)				
Balance Fiscal	-8.9	-2.6	-3.0	-2.8
Deuda Pública	34.7	36.4	36.5	36.5
Sector Monetario (en %)				
Inflación	2.0	6.4	4.2	3.0
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.62	3.99	3.80	3.70
Tasa de referencia	0.25	2.50	4.50	4.50

Fuente: BCR, INEI Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

El 2022: adaptándonos a las circunstancias

COVID-19: de pandémica a endémica

El 2022 ha empezado con un surgimiento de COVID19 en el Perú y a nivel mundial. Pero, hay diferencias con las olas pasadas: el Perú y el mundo están mayoritariamente vacunados y la letalidad de la variante ómicron es menor que en el pasado. Como consecuencia, el mundo está pasando de políticas de inmovilidad a una de convivir con el virus. Las medidas de restricción de movilidad impuestas hasta el momento en el 2022 han sido limitadas y, si bien el futuro de la pandemia no es predecible, nuestro supuesto es que no habrá restricciones de movilidad significativas en el 2022. Lo que sí, cualesquiera que sean las restricciones que se impongan en el 2022, ocurrirán en una economía que desacelera, que es una situación muy diferente al año pasado.

Escenario político

El 2022 empieza con una expectativa de menor inestabilidad política que en el 2021, pero al mismo tiempo con la sensación de que el país se está acomodando a una situación de incomodidad política duradera. Muchos de los temas políticos más contenciosos se han disipado o pasado a un futuro indeterminado, incluyendo la vacancia presidencial y la Asamblea Constituyente.

El único evento político en la agenda son las elecciones regionales y municipales que se llevarán a cabo el 2 de octubre. Estas elecciones no suelen generar una turbulencia suficiente como para afectar a la economía, aunque tampoco se han desarrollado en el pasado en un contexto tan complicado como este año.

Dada la polarización que existe en el país, y en la comunidad política en particular, el Perú estará sujeto a eventos políticos de riesgo en el 2022, incluyendo el riesgo de conflictos sociales como los que tuvieron un impacto temporal pero material sobre la producción minera en el 2021.

El PBI: del rebote al crecimiento limitado

Proyectamos un crecimiento del PBI de 2.6% en el 2022. El entorno político dificulta que la economía crezca al ritmo de su potencial. Al mismo tiempo, la economía ya no estará sujeta a situaciones tan inusuales como el cierre económico del 2020, o el rebote del 2021.

Un crecimiento de 2.6% es bajo. El problema con crecer más es encontrar un motor. En algo contribuirá el 5.5% de crecimiento en volumen de las exportaciones, liderado por la agroindustria y la contribución de producción minera de nuevos proyectos como Mina Justa y, en forma incipiente, Quellaveco y la Ampliación de Toromocho.

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Var. % real)

	2020	2021E	2021E ^{1/}	2022P	2023P
PBI	-11.0	13.3	0.8	2.6	2.8
Importaciones	-15.6	17.0	-1.3	4.4	3.3
Demanda interna	-9.4	13.9	3.2	2.3	2.0
Consumo privado	-8.7	10.8	1.1	2.8	2.6
Consumo público	7.6	10.5	19.0	4.2	1.0
Inversión bruta fija	-16.3	33.4	11.6	-0.9	1.6
Privada	-16.5	35.8	13.4	-2.0	1.5
Pública	-15.5	23.2	4.1	4.4	2.0
Exportaciones	-20.8	14.1	-9.6	5.5	6.3

^{1/} Var. respecto al 2019

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

También contribuirá en algo la inversión pública, que esperamos que crezca 4.4%, un estimado basado en el presupuesto público del 2022. Hay margen para que pueda crecer más, en especial la inversión pública en infraestructura del país, si el gobierno nacional le diera más prioridad, aunque la poca capacidad de los diferentes niveles de gobierno para invertir es un problema estructural más difícil de corregir.

Nuestra proyección de crecimiento de 2.8% del consumo privado ha sido algo más difícil de estimar. Ha habido muchos factores de distorsión en el consumo en los últimos dos años, incluyendo las transferencias (bonos) públicas y el acceso a ahorro de los fondos de pensiones y CTS. En el 2022 es probable que el gobierno otorgue bonos selectivos, pero no en la magnitud del pasado. No contemplamos un nuevo retiro de fondos de pensiones, aunque no es imposible que se dé. Voceros del gobierno han anunciado que está considerando un incremento en el salario mínimo, algo que sí esperamos que se concrete, aunque de magnitud acotada. En, general, el peso de estos factores positivos del pasado será menor en el 2022, y el consumo debe volver a estar más en línea, nuevamente, con la dinámica laboral.

Es positivo que el empleo se haya recuperado en el 2021, pero también es claro que la calidad del empleo, medida como salario promedio, no lo acompañó. Esto limita un crecimiento mayor del consumo. De hecho, mientras la inversión privada no empiece a ser un factor importante de crecimiento, el aumento del empleo, y por tanto del consumo, sólo podrá ser moderado.

Proyectamos una caída del 2.0% en la inversión privada en el 2022. Proyectar la inversión privada también ha sido difícil. Para empezar, ¿cómo conciliar un 2021 en que la confianza del inversionista estuvo en los niveles más bajos en años, con una inversión privada que creció un estimado de 35.8%? Más allá del factor rebote sobre una base baja, el crecimiento de la inversión en el 2021 reflejó un sector construcción, y autoconstrucción, boyante, una recuperación en la inversión minera e infraestructura concesionada por el gobierno, y, aparentemente, algún nivel de inversión en mejora tecnológica y en emprendimientos a nivel de pequeña y mediana empresa. Lo que es mucho menos evidente es que haya habido inversión en la expansión de la capacidad productiva, fuera de la minería y la agroindustria.

El panorama para el 2022 es menos benigno. El factor principal de crecimiento de la inversión privada en el 2021, la construcción, no tendrá el mismo apoyo de un ingreso extraordinario (AFPs, CTS) que ayudó a alimentar la autoconstrucción en el 2021. Este mismo factor de ingreso extraordinario fue importante para el desarrollo de emprendimientos nuevos en el 2021, y esto también cambiará en el 2022. La inversión en digitalización y renovación tecnológica ya se debe estar agotando. La inversión minera, en infraestructura y en agroindustria subsistirá en el 2022, pero no esperamos que supere significativamente los niveles del 2021. Todo esto en un entorno en que la confianza empresarial seguirá incómoda ante la situación política, limitando la inversión en expansión productiva. Salvo que el escenario político mejore lo suficiente para reestablecer la confianza empresarial.

PBI Sectorial

El crecimiento de 2.6% del PBI que esperamos para el 2022 estará liderado por el sector Minería e Hidrocarburos -ante la mayor producción de cobre-, por la Manufactura Primaria -ante la mayor refinación de petróleo- y por la recuperación de algunos rubros fuertemente impactados por la pandemia como Alojamiento y Restaurantes y Servicios Personales. Por su parte, los sectores más vinculados a la inversión como Construcción, Manufactura de bienes de capital y Servicios Financieros crecerán poco.

PBI SECTORIAL (Var. % anual)

SECTOR	2020	2021E	2021E ^{1/}	2022P	2023P
Agropecuario	1.4	2.8	4.2	2.4	2.6
Pesca	4.2	0.3	4.5	-2.4	-3.6
Minería e hidrocarburos	-13.5	7.5	-6.9	5.6	6.6
Minería	-13.9	9.7	-5.5	5.5	8.1
Hidrocarburos	-11.0	-4.2	-14.8	6.0	-3.0
Manufactura	-12.5	19.4	4.4	1.8	1.4
Primaria	-2.5	5.1	3.0	3.0	1.0
No primaria	-16.0	25.2	4.7	1.4	1.5
Construcción	-13.7	34.8	16.1	1.9	2.7
Comercio	-16.0	16.5	-2.1	2.2	2.2
Servicios	-10.0	10.3	-0.8	2.5	2.5
PBI	-11.1	13.3	0.8	2.6	2.8
Sectores Primarios	-7.7	5.7	-2.4	4.1	4.4
Sectores No Primarios	-11.9	15.1	1.3	2.3	2.3

^{1/} Var. respecto al 2019

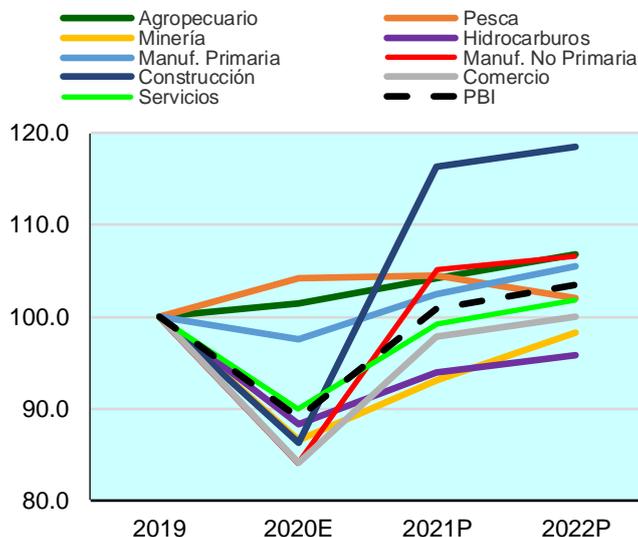
Fuente: INEI, BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Sectores Primarios

El sector Minería e Hidrocarburos (+5.6%) continuaría con la recuperación iniciada en el 2021. Este fue uno de los pocos sectores que no retornó a sus niveles del 2019 (pre-pandemia). Esto se debió a los siguientes factores: i) las medidas de distanciamiento social afectaron la producción de las minas subterráneas; ii) la tendencia decreciente en las leyes de mineral de los yacimientos de oro; y iii) las protestas sociales que han interrumpido recurrentemente el transporte de cobre -en especial de Las Bambas- en el sur del país.

El crecimiento del 2022 se basa principalmente en una mayor producción de cobre ante el inicio de las operaciones de Mina Justa (Ica) en julio del 2021, y que alcanzaría su nivel de producción comercial (180,000 TMF) este año. Algo agregará también el inicio de operaciones de Quellaveco (Moquegua) y la ampliación de Toromocho (Junín), aunque el mayor impacto se dará a partir del 2023

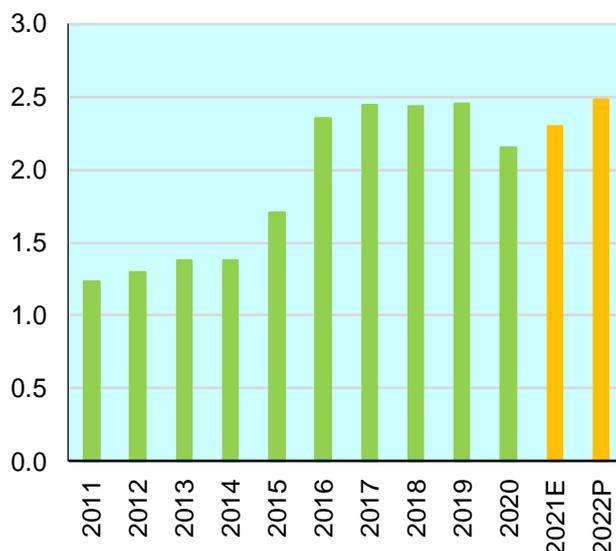
PBI POR SECTOR ECONÓMICO (Índice 2019=100)



Fuente: INEI Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

cuando ambos proyectos alcancen sus escalas de operación comercial (sumados, representan 405,000 TMF de cobre anuales). Adicionalmente, Las Bambas tendría la intención de desarrollar el proyecto Chalcobamba a partir del 2023. Si bien los conflictos sociales son un riesgo, no estamos contemplando un impacto en el 2022. Finalmente, la reapertura del Oleoducto Nor Peruano a fines del 2021 - luego de estar cerca de tres meses cerrado producto de protestas sociales- permitiría una recuperación de la producción de petróleo en la selva norte pero sin llegar a los niveles pre-pandemia.

PRODUCCIÓN DE COBRE (En millones de TMF)



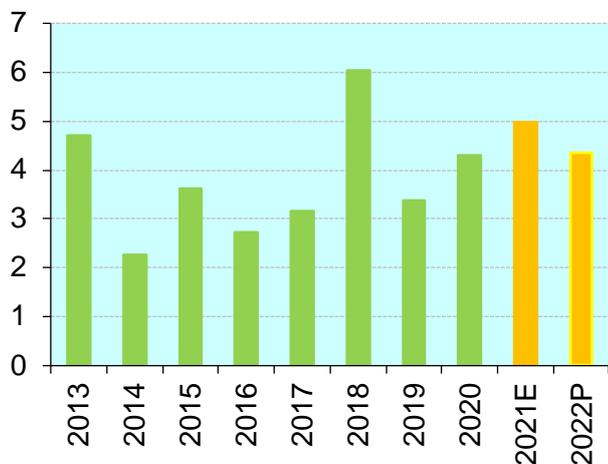
Fuente: MNEM Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Esperamos que el sector Agropecuario (+2.4%) continúe creciendo como lo ha venido haciendo en los últimos años a pesar de la pandemia. En particular, la agroindustria sigue creciendo bien y al margen de temas de pandemia o políticos. Además, gracias a las inversiones realizadas en el quinquenio 2016-2020 los principales cultivos de exportación -paltas, arándanos, uvas- vienen evidenciando rendimientos crecientes que continuarían impulsando el volumen exportado hasta el 2023.

En cuanto a los cultivos orientados al mercado interno, prevemos un menor ritmo de crecimiento debido al alza en los costos de fertilizantes y agroquímicos, que ha dificultado su acceso a los agricultores.

La caída de 2.4% que esperamos en el sector Pesca se debe a una menor captura de anchoveta. En realidad, para el 2022 asumimos cuotas de captura similares frente al 2021. Sin embargo, los desembarques de anchoveta pasarían de cerca de 5 millones de toneladas en el 2021 a alrededor de 4.5 millones de toneladas en el 2022, debido a que la cuota de la segunda temporada (noviembre-diciembre) se pescó casi íntegramente en noviembre y diciembre del 2021, siendo marginales las capturas en enero del 2022, mientras que en enero del 2021 sí hubo una captura de alrededor de 500 mil toneladas.

DESEMBARQUE DE ANCHOVETA (En toneladas)



Fuente: Produce Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

El crecimiento de 3.0% que esperamos en la Manufactura Primaria (+3.0%) refleja la reapertura de la Refinería de Talara prevista para el 2T22. Esto sería parcialmente contrarrestado por la menor producción de harina y aceite de pescado ante la proyectada menor disponibilidad de materia prima (anchoveta).

Sectores No Primarios

Esperamos un crecimiento modesto de 1.4% en la Manufactura No Primaria. Esto representa una notable desaceleración tras el rebote de 25.2% del 2021, que llevó al sector a recuperar sus niveles pre-pandemia.

Lo que esperamos es que las industrias orientadas al mercado externo, tales como la agroindustria, y textiles -en

este caso, ante un cambio estructural en la demanda de EE.UU., que está desplazando su demanda desde Asia hacia los países de América Latina- sean las que lideren el crecimiento.

En cambio, las ramas industriales que crecerían menos serían aquellas vinculadas a la inversión, en particular materiales de construcción, metalmecánica e industrias productoras de bienes de capital. También esperamos un crecimiento modesto en la producción de bienes de consumo masivo (alimentos, bebidas, productos de aseo y limpieza) debido a la alta base de comparación y a la proyectada desaceleración del consumo.

Esperamos un crecimiento marginal, de 1.9%, en la Construcción. Esto es un cambio notable en un sector que lideró el rebote de la economía en el 2021. Pero, la base es alta. La Construcción es el sector que más superó los niveles pre-pandemia del 2019. El consumo interno de cemento alcanzó un récord de 13.7 millones de TM en el 2021. Adicionalmente, afectará el alza de las tasas de interés al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios, en especial en los segmentos de oficinas y centros comerciales.

CONSUMO INTERNO DE CEMENTO (En millones de toneladas)



Fuente: INEI Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

El nivel de actividad de la autoconstrucción se mantendrá bien, aunque sin mucho crecimiento adicional, ya que no tendrá el soporte de ingresos extraordinarios (AFPs, CTS, bonos) de los hogares y dependerá de la gradual recuperación del empleo y los ingresos.

También contribuirá las obras ejecutadas bajo el mecanismo Gobierno a Gobierno -como las de Reconstrucción post El Niño y el Aeropuerto Internacional de Chinchero (Cusco)-, así como la continuación de las obras ya adjudicadas bajo la modalidad de Asociaciones Público Privada (APP) como la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, entre otros. En general, esperamos un mayor monto de ejecución en el 2022 respecto al año pasado, tanto por el lado de proyectos que vienen de años anteriores, como de inversiones en ampliaciones que han llegado a cierto nivel de demanda, y por ende gatillan el inicio de nuevas inversiones. El impacto será acotado, en

tanto que se trata solo de algo mayor ejecución de proyectos existentes, ya que no están entrando nuevos proyectos.

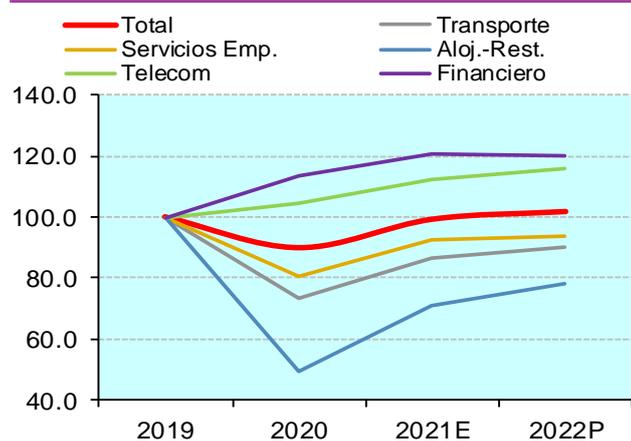
Finalmente, continuará la construcción del Terminal Portuario de Chancay, proyecto privado cuya primera etapa demanda una inversión de US\$ 1,300 millones.

El crecimiento de 2.2% del Comercio (+2.2%) está en línea con nuestra proyección de consumo privado. Esperamos que la comercialización de bienes duraderos -vehículos, electrodomésticos- sea similar al 2021. En cambio, esperamos una desaceleración en la comercialización de bienes no duraderos, dado que varios productos, incluyendo farmacéuticos, crecieron fuerte en el 2020 y 2021 debido a la pandemia, y otros, como, home center y tiendas por departamento, tuvieron alzas importantes en el 2021 por desembalse de demanda post-pandemia.

Esperamos que los Servicios crezcan 2.5%. Pero este es un sector que agrega muchos rubros con tendencias diferenciadas entre sí (ver gráfico). Por un lado, continuaría la recuperación de rubros que aún no retoman sus niveles pre-pandemia como Alojamiento y Restaurantes, Transporte y Servicios Personales, bajo el supuesto de que no se restituyen restricciones de movilidad.

Por su parte, rubros como Telecomunicaciones -que fueron impulsados en los últimos dos años por el mayor uso de internet debido a la educación virtual y al teletrabajo- y Servicios Financieros -cuya base de comparación se elevó debido a los créditos del programa Reactiva- mostrarían un menor dinamismo.

PBI SERVICIOS POR RUBRO (Índice 2019=100)



Fuente: INEI Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

El balance fiscal

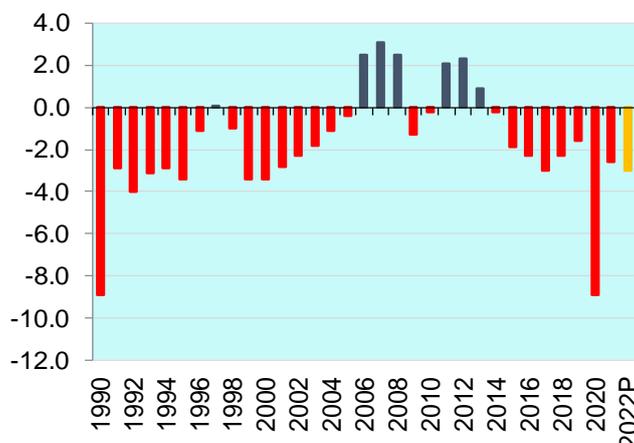
Uno de los aspectos más alentadores del 2021 ha sido la mejora en el balance fiscal. El déficit fiscal terminó el año en 2.6% del PBI, una reducción notable desde el 8.9% con que comenzó. El crecimiento del gasto público estuvo dentro de los márgenes esperados (3.6% estimado para el gasto corriente y 36.1% para la inversión pública). En cambio, los ingresos fiscales superaron largamente lo esperado. Los ingresos corrientes, principalmente impuestos, subieron 49.9%. Sólo la mitad de esta subida estaría en línea con un rebote de los niveles bajos del 2020,

ya que, comparado con el año pre-COVID del 2019, el incremento fue de un notable 25.9%.

Hubo varios factores que contribuyeron a este salto en los ingresos. Para empezar, el pago de impuesto a la renta de las empresas mineras se incrementó 218%. En el 2022 el aporte de la minería al impuesto de la renta debería seguir alto, pero la magnitud, del crecimiento sería menor. Lo que no esperamos que se repita en el 2022 son los más de S/ 6,500 millones de ingresos extraordinarios provenientes de impuestos pasados (bajo litigio) que la Sunat había venido demandando a algunas empresas mineras. De no haberse dado estos ingresos extraordinarios, el déficit fiscal habría sido 3.4% y no 2.6%.

Tal vez uno de los aspectos más interesantes ha sido el crecimiento del IGV en 41%. En parte esto refleja mayores precios de commodities importados, lo cual hizo que el IGV a las importaciones creciera 56%. Al mismo tiempo, sin embargo, el IGV interno aumentó 25%, una cifra algo mayor a lo que se esperaría considerando que la demanda interna creció alrededor de 14%, y la inflación 6.4%, es decir, 20% en conjunto. La diferencia puede deberse a la expansión de ventas virtuales y digitalizadas, lo cual habría aumentado el registro de ventas no captadas en el pasado. En comparación, para el 2022 esperamos que la demanda interna crezca 2.3%, la inflación sea de 4.2%, y el proceso de digitalización de ventas continúe, pero a menor ritmo.

DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



Fuente: BCR Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

Balanceando estos factores, proyectamos un déficit fiscal de 3.0% del PBI. Detrás de esta cifra está un incremento proyectado en los ingresos fiscales de 3.7%, de gastos corrientes de 1.7%, y de inversión pública de 6.4%. El incremento de gastos corrientes asume que no se vuelven a dar los más de S/ 35,000 millones en bonos y transferencias que se dio en el 2021. El incremento en ingresos fiscales de 3.7% podría parecer bajo, ya que es menor, incluso, a la inflación, pero es que no esperamos que el fisco vuelva a recibir unos S/ 6,500 millones en ingresos extraordinarios que recibió en el 2021. Si excluimos esto, el incremento de ingresos fiscales sería de 8%. Es la ausencia de estos ingresos extraordinarios tal vez la razón principal de por qué el déficit fiscal sube marginalmente a 3.0%. Al mismo tiempo, hemos sido conservadores en varios supuestos, como los precios de los metales e ingresos mineros, y el sesgo de error de nuestra proyección es hacia un menor déficit fiscal.

Inflación y política monetaria

La inflación, que no había sido una fuente de inquietud en mucho tiempo en el país, ha vuelto a surgir como fuente de preocupación económica. La inflación de 6.4% que se dio en el 2021 se debió principalmente a un entorno global de fuertes alzas en los precios internacionales de fletes y transporte, de energía y de insumos importantes como trigo, soya y maíz. La depreciación fue un factor adicional, aunque secundario.

Está en debate qué tan duraderas serán las presiones inflacionarias globales. Nuestra proyección de 4.2% opera bajo el supuesto de la presión seguirá en el 2022, pero no en la misma magnitud que en el 2021. Es decir, la subida en precios globales del 2021 no se revertirá, pero tampoco acelerará.

La persistencia de altos precios globales implica que tomará tiempo para que la inflación vuelva al rango meta del BCR de 1% a 3%. Si bien la apreciación de alrededor de 5% que esperamos del PEN puede ayudar en algo a estabilizar los precios, no sería suficiente para compensar totalmente el entorno global de precios.

INFLACIÓN VS TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA (en %)

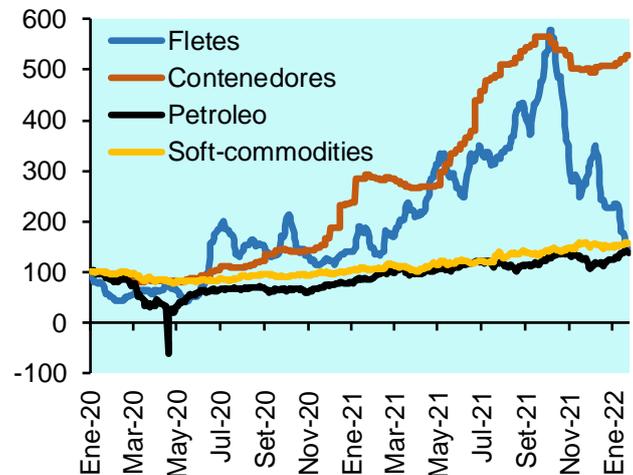


Fuente: BCR, INEI. EE-Scotiabank Peru

Como sea, la inflación es un tema que probablemente sea una parte importante de la agenda política en el 2022. La inflación afecta a los ingresos reales de las personas, y por tanto tiene una importancia política.

La persistencia de una inflación alta ha llevado al BCR a anunciar un retiro del estímulo monetario más agresivo que lo que venían implementando antes. Cuando empezó a subir la tasa de interés de referencia en agosto del 2021, la tasa estaba en 0.25%. En enero 2022 ya había subido a 3.0%. Nuestra expectativa es que el BCR continúe subiendo la tasa hasta llegar a 4.5%. El BCR está acompañando su decisión de subir la tasa de referencia con incrementos en los requerimientos de encaje en soles. En el 2021, el BCR elevó el encaje de 4% a 4.75%. En enero 2022 elevó nuevamente el encaje, a 5%, regresando al nivel pre-pandemia. El BCR ha anunciado aumentos escalonados adicionales hasta llegar al 6% para mayo, el nivel más alto en cinco años.

COSTOS GLOBALES (Índice enero 2020 = 100)



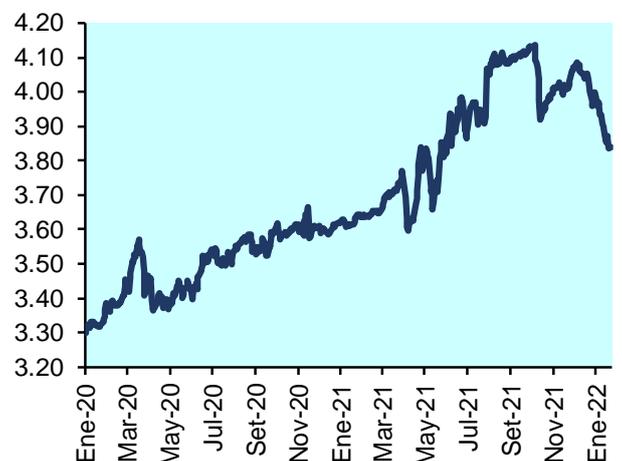
Fuente: Bloomberg. Scotiabank Peru

El tipo de cambio y las cuentas externas

Estamos proyectando una apreciación de alrededor del 5% en el tipo de cambio en el 2022, para terminar el año en 3.80. Esto significa que el 2022 sería un año muy diferente al 2021, en que el sol (denominado PEN en el mercado cambiario) se depreció 10%.

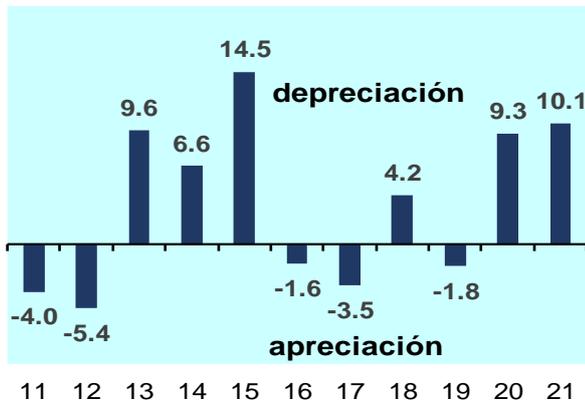
Al mismo tiempo, dado que los grados de incertidumbre en el 2022 siguen siendo muy altos, incluyendo riesgo de eventos políticos internos y regionales, cambios en las políticas monetarias globales, y vaivenes de la pandemia, también esperamos una alta volatilidad en el mercado cambiario.

TIPO DE CAMBIO SOL/DÓLAR (En unidades)



Fuente: BCRP. Scotiabank Perú

TIPO DE CAMBIO SOL/DÓLAR (Var. % anual)

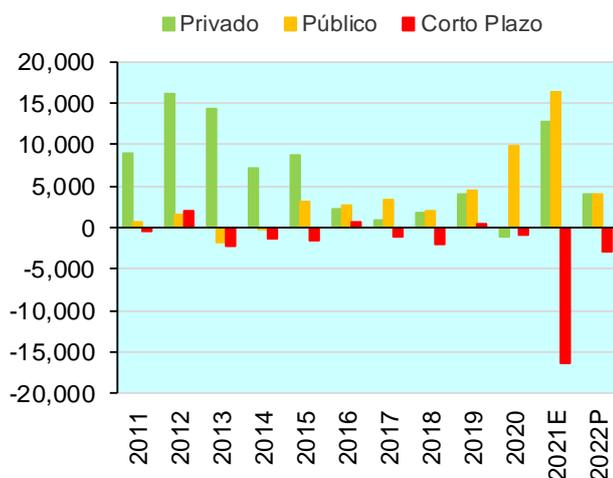


Fuente: BCRP, INEI. Scotiabank Peru

Hay varios factores que da soporte al PEN en el 2022. Para empezar, la dinámica del mercado cambiario es mucho más favorable para el PEN. Esta dinámica está más alineada con los buenos fundamentos para la moneda local. Esperamos, en particular, una balanza de pagos positiva, y un superávit comercial récord de USD15,575 millones. Nuestra proyección de superávit comercial se ha basado en un supuesto conservador de precios de metales promedio 2022 por debajo de los precios actuales, por lo que el sesgo es al alza.

Es también positivo para el PEN que las cuentas fiscales hayan mejorado tanto en el 2021, lo cual ha impactado positivamente en la percepción de mercado. A esto se agrega el anuncio del Ministerio de Economía, MEF, de que restaurarán el Fondo de Estabilización Fiscal a sus niveles pre-pandemia de S/ 18 mil millones.

FLUJO DE CAPITALES (en millones de dólares)



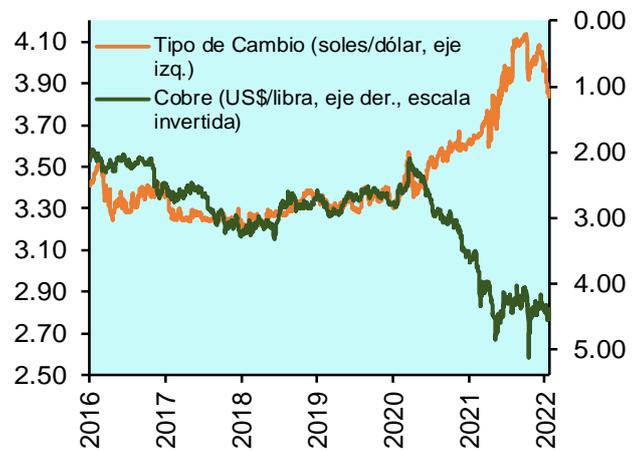
Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Pero, tal vez el tema crucial sea el flujo de capital de corto-plazo al exterior. En el 2021 hubo una salida históricamente de algo de más de USD16 mil millones de capitales de corto plazo. En el 2022 esperamos una salida mucho menor, de alrededor de USD3 mil millones, aunque esta

cifra es sólo referencial, ya que esta cuenta es muy volátil y poco previsible. Más allá de los números, entendemos que lo que se produjo en 2021 fue una situación excepcional. La dinámica actual del mercado cambiario opera bajo una percepción de que los mayores riesgos políticos y factores de incertidumbre han menguado. Lo que el mercado parece percibir es una situación en que las elecciones han pasado, la posibilidad de una Asamblea Constituyente se ha debilitado, y se ha mantenido una relativa continuidad con el pasado en cuanto a política económica y en las principales instituciones económicas.

Por tanto, si bien esperamos algún nivel de salida de capital en el 2022, ésta sería a niveles más en línea con los movimientos históricos.

TIPO DE CAMBIO Y PRECIO DEL COBRE



Fuente: Bloomberg. Scotiabank Perú

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (En millones de dólares)



Fuente BCR Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

El riesgo principal a nuestra expectativa de una apreciación cambiaria es que, ante la alta inflación en EEUU, la Reserva Federal también subirá su tasa de reserva. En el pasado, esto muchas veces ha llevado a un fortalecimiento del dólar sobre monedas emergentes.

Mirando al futuro

Empezamos el 2022 con precios de los metales altos y balances macroeconómicos saludables. Con estos fundamentos, el PBI podría estar creciendo más de 5% en el 2022 y en los años venideros. Es la incertidumbre política, la desconfianza en la capacidad de gerencia del Estado, y la multiplicación de riesgos que todo esto conlleva, lo que impone un crecimiento menor, de 2% a 3%, en el futuro previsible.

Si bien el Perú viene siendo un país de alto nivel de inestabilidad desde hace muchos años, es notable la resiliencia que ha demostrado la economía ante esta

inestabilidad. Sin embargo, esto no significa que no haya habido un costo. El crecimiento del país ha estado por debajo del nivel de sus posibilidades en los últimos años. No se ha invertido en infraestructura como se hubiera podido con los recursos disponibles, y los niveles de pobreza no han mejorado ni el bienestar general de la población ha avanzado como hubiera sido posible. ¿Qué posibilidad hay de que cambie esto? La agenda económica es ponderada y menos errática que la política de gobierno en general, lo cual ayuda. Si mejorara la gerencia del Estado, si se revirtiera el deterioro en la institucionalidad estatal, y si el gobierno adoptara un comportamiento de mayor moderación y coherencia, la economía podría empezar a acelerar sin mucha dificultad.


Banca Corporativa y Comercial

 Gonzalo Gil Plano *Vicepresidente Senior Wholesale Banking* 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Arbe Carbonel	Gerente Principal	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Sub Gerente Economía Real /Sectorial /Regiones</i>	211-6000 ax. 16556
Mario Guerrero Corzo	<i>Sub Gerente Economía Monetaria /Precios /Financiero</i>	211-6000 ax. 16557
Katherine Salazar Uriarte	<i>Analista Minería / Commodities / Sectores Primarios</i>	211-6000 ax. 16661
Carlos Asmat De La Cruz	<i>Analista Sectores No Primarios</i>	211-6000 ax. 16853
Wendy Villar Charapaquí	<i>Analista Sistema Financiero</i>	211-6000 ax. 16487
Ricardo Avila Flores	<i>Practicante</i>	211-6000 ax. 16558

Tesorería

Juan Carlos Gavoglio	<i>Vicepresidente de Tesorería</i>	211-6772
Enrique Pizarro	<i>Director Balance Sheet Management</i>	202-2720
Gladys Huamán	<i>Trader MM & Cash Flow</i>	202-2720
Daniel Defago	<i>Associate FTP & Investment</i>	202-2720



María Fe Arribas Lopez	<i>Gerente General</i>	211-6000 ax. 17825
Sylvia Cavassa Alberti	<i>Jefe de Operaciones Bolsa</i>	211-6000 ax. 17727
Irene De Velasco Mackenzie	<i>Director Head of Institutional Fixed Income</i>	211-8151
Pamela Sáenz León	<i>Associate Institutional Fixed Income</i>	211-8153
Paulo Betancourt Sheen	<i>Associate Director of Institutional Equities</i>	211-8150
Juan José Guzmán	<i>Associate Equity Research</i>	211-6851

Global Banking

 Fernando Suito *Head Sales and Trading* 202-2710

Sales

Erika Seminario	<i>Associate Director FX Sales</i>	202-2727
Giannina Mostacero	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Jimena Torres	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Emily Fuentes	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Valeria Tarrillo	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Marylin Santillán	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Lucciano Hernandez	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Fabrizio Ruiz de Somocurcio	<i>Associate Analyst FX Sales</i>	202-2727
Claudia Vega	<i>Associate Director FX Sales</i>	202-2700
Katherina Centeno	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Takeshi Miyamoto	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Alejandra Alvarado	<i>Associate FX Sales</i>	202-2700
Wenceslao Aste	<i>Associate Director FX Sales</i>	211-6000 ax. 16410
Roberto Carranza	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000 ax. 16410
Jhonatan Flores	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000 ax. 16410
Miguel Shinno	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000 ax. 16410
Natalia Herrán	<i>Associate Risk Solutions</i>	211-6000

Trading

Antonio Diaz	<i>Associate Director FX Trading</i>	202-2710
Alejandro Guinassi	<i>Associate Director Fixed Income Trading</i>	202-2710
Mayra Bravo	<i>Associate FX & Fixed Income Trading</i>	202-2710
Aldo Delgado	<i>Associate FX & Fixed Income Trading</i>	202-2710
Catalina Sardá	<i>Director Institutional Sales</i>	202-2710
Allison Mortes	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2710
Eduardo de las Casas	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2710



José De La Colina Mercado	Gerente General	211-6000 ax. 17865
Jonathan Kleinberg	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6000 ax. 17851
Cynthia Marquez	<i>Trader Inversiones RF</i>	211-6000 ax. 17852
Vidal León García	<i>Trader Inversiones Senior</i>	211-6000 ax. 17853
Diego Cabrera Campos	<i>Trader Inversiones</i>	211-6000 ax. 17853