

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

OCTUBRE 2022

EL 2023: UN AÑO COMPLEJO

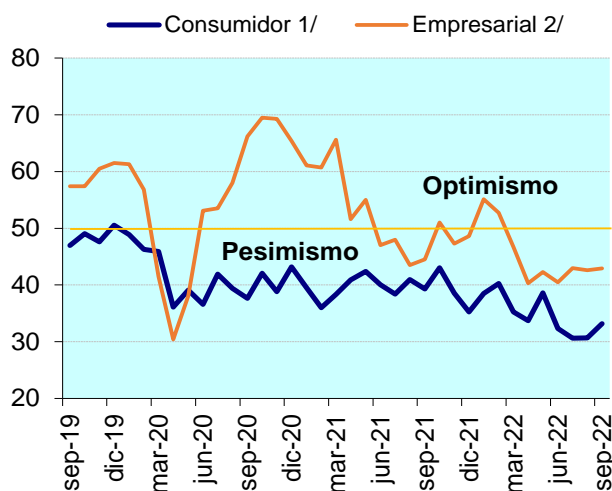


DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, 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.

El 2023: Un año complejo

El panorama económico global 2023 será complejo. Esperamos un crecimiento bajo -en algunas regiones lindando con recesión-, junto con una inflación que está resultando difícil de controlar, mercados volátiles, tasas de interés en alza, y un entorno geopolítico incierto tanto por la guerra Ucrania-Rusia como por tensiones alrededor del tema de la autonomía de Taiwán frente a China, y una polarización política en casi toda la región de América Latina.

La política local constituye una problemática aparte. Es poco probable que la incertidumbre y turbulencia política desaparezcan en el 2023. Dadas las opciones políticas en la mesa actualmente en el país, no es claro cómo cambiará el panorama político en los próximos quince meses. Nuestras proyecciones asumen que el presidente Castillo seguirá en el poder a fines del 2023, pero existe cierto riesgo de que no sea así. Mientras tanto, parece probable que el manejo administrativo del Estado que existe actualmente, así como el deterioro de la institucionalidad, continúen afectando la inversión pública y la confianza en el sector privado.

CONFIANZA CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL (En puntos)


1/ INDICCA-Apoyo Consultoría 2/ Expectativa a 12 meses-BCR
Fuente: BCR, Apoyo Elaboración Estudios Económicos-Scotiabank

Lo positivo, dentro de todo esto, es que las instituciones económicas más importantes – el BCRP, el MEF, la SBS y la Sunat – mantienen una institucionalidad sólida y profesional, y un liderazgo competente.

Esta mezcla de turbulencia política con continuidad en la institucionalidad económica deriva en un crecimiento que es positivo pero muy por debajo de lo que el país podría, y debería, tener. En forma general, nuestra visión para la economía peruana en el 2023 se podría resumir en:

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2021	2022P	2023P
Sector Real (var. % real)			
PBI	13.6	2.8	2.4
Demanda interna	14.7	2.5	1.6
PBI primario	6.3	1.4	5.0
PBI no primario	15.7	3.2	1.6
Consumo privado	11.7	4.4	2.6
Inversión privada	37.4	-1.6	-2.3
Inversión pública	24.9	2.5	-3.5
Sector Externo (mill. US\$)			
Exportaciones	63,151	65,679	67,449
Importaciones	48,317	54,330	55,229
Balanza Comercial	14,833	11,349	12,220
RIN	78,499	74,860	76,400
Sector Fiscal (% del PBI)			
Balance Fiscal	-2.5	-2.0	-2.4
Deuda Pública	36.4	35.0	34.5
Sector Monetario (en %)			
Inflación	6.4	7.7	4.0
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.99	3.95	3.95
Tasa de referencia	2.50	7.25	7.00

Fuente: BCR, INEI Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

- Crecimiento bajo.
- Inflación persistente, aunque con tendencia decreciente.
- Política monetaria restrictiva.
- Inversión débil
- Crecimiento liderado por exportaciones.
- Balances macroeconómicos aún sólidos, pero menos que en el pasado.

Entorno global: desaceleración económica y política monetaria restrictiva

Scotiabank Economics espera un crecimiento mundial de 2.1% en el 2023. Esto compara con un crecimiento anual promedio de 3.7% entre el 2010 y el 2019 (ver cuadro). Existe una expectativa generalizada de crecimiento por debajo de sus tendencias históricas en las economías más importantes.

Si bien las autoridades económicas mundiales reconocen los riesgos de una desaceleración económica, es la inflación la preocupación principal. Al menos por ahora. Estando cerca de finalizar el 2022, persiste la sensación de que la inflación aún no está controlada. El proceso inflacionario, y la demora con la que reaccionaron los bancos centrales de países desarrollados, en particular la Reserva Federal (FED), han generado complicaciones en anclar las expectativas de inflación. En consecuencia, por lo general los bancos centrales siguen adoptando una política restrictiva que probablemente se siga endureciendo hasta principios del 2023.

PERSPECTIVA GLOBAL 2022-2023
(Países seleccionados)

Países	PBI (% anual)			Inflación (% fdp)			Tasa referencia (% fdp)			Tipo de cambio (fdp)		
	2010-19	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
Mundo	3.7	3.0	2.1									
EEUU	2.3	1.7	0.4	6.7	7.8	3.5	0.25	4.50	4.75			
Euro Zona	1.4	4.0	-0.9	2.6*	8.2*	6.1*	0.00	2.50	3.25	1.14	0.95	1.05
China	7.7	3.2	4.4	0.9*	2.2*	2.2*	3.80	3.60	3.60	6.36	7.00	6.80
México	2.7	2.0	1.3	7.4	8.7	5.1	5.50	10.50	10.00	20.53	20.66	21.29
Brasil	1.4	2.0	0.6	10.1	6.6	5.1	9.25	13.75	11.25	5.58	5.28	5.80
Chile	3.3	2.1	-0.9	7.2	12.5	3.7	4.00	11.25	3.50	852	950	850
Colombia	3.7	7.6	2.0	5.6	12.5	6.1	3.00	10.50	9.00	4080	4561	4553
Perú	4.5	2.8	2.4	6.4	7.7	4.0	2.50	7.25	7.00	4.00	3.95	3.95

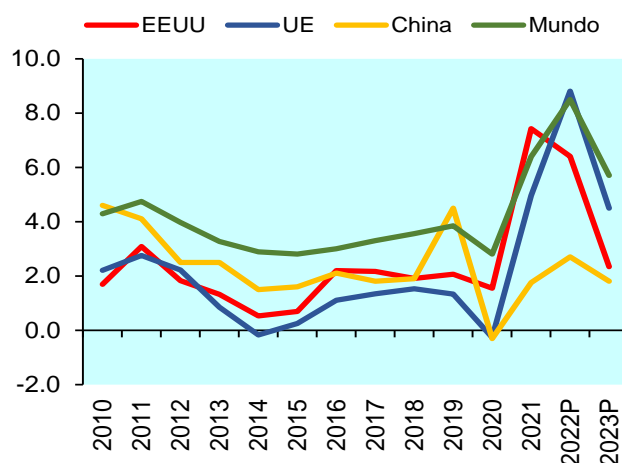
fdp: fin de periodo * En promedio anual
 Fuente: Scotiabank Economics Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

La política monetaria restrictiva a nivel global, pero sobre todo de parte de la FED, ha significado un retiro de liquidez de los mercados, aumentando la probabilidad de crecimiento global débil en el 2023 y provocando fuertes caídas en los valores de los activos financieros. Scotiabank Economics espera que la FED siga subiendo la tasa del nivel de 1.75% a mediados del 2022, a una tasa terminal de 5.0% para principios del 2023, y que se mantenga en este nivel durante la mayor parte del año. La esperanza es que la inflación global se empiece a controlar relativamente pronto en el 2023. Con todo, persiste bastante incertidumbre alrededor de la inflación, su momento de inflexión, y la rapidez de su corrección.

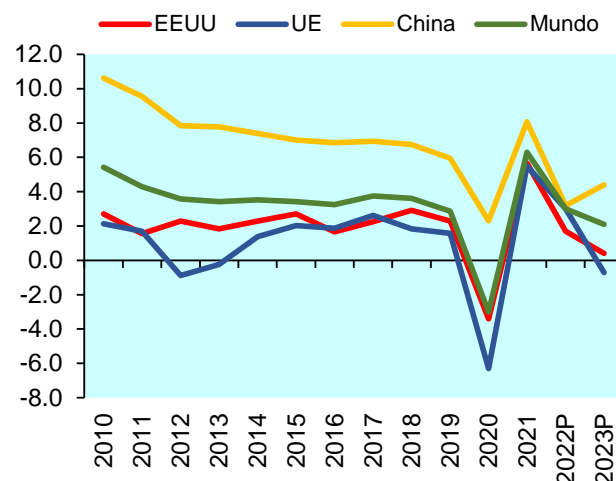
El crecimiento global estará bajo presión mientras persista el endurecimiento de la política monetaria. Existe un riesgo real de que se desencadene una recesión. De ser así, es probable que sea leve dado que los balances de las empresas y los hogares continúan sólidos.

Scotiabank Economics proyecta que el crecimiento económico en EEUU caería de un nivel ya bajo de 1.7% en 2022 a 0.4% en 2023, con riesgo de crecimiento negativo en algunos trimestres. Al mismo tiempo, el mercado laboral continúa fuerte y con escasez de mano de obra, lo cual agrega cierta presión sobre el nivel de salarios y, en consecuencia, sobre la inflación.

Las economías de China y Europa también enfrentan una desaceleración. China está siendo impactada, no tanto por una política monetaria restrictiva, sino por interrupciones en algunas actividades económicas relacionadas al clima y a la política de Cero-Covid, así como desafíos en el sector inmobiliario y un menor nivel de exportaciones. Europa enfrenta una inflación y una política monetaria moderadamente restrictiva, aunque desde una base baja. Esperamos una inflación promedio en la Unión Europea de 6.1%. Para contenerla, el Banco Central Europeo elevaría su tasa a 2.50% para 2022 y 3.25% para 2023, de acuerdo con las proyecciones de Scotiabank Economics. Igual de importante que esto es el impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania en el costo de la energía y de los insumos.

INFLACION GLOBAL
(En %, fin de periodo, países seleccionados)


Fuente: FMI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(En %, países seleccionados)


Fuente: FMI Proyecciones: Scotiabank Economics

Los patrones de comercio mundial también están cambiando. Existe un retroceso evidente en la globalización, puesto que las empresas están dando una mayor preferencia a seguridad en los procesos productivos, la logística y el almacenamiento y acceso a productos e insumos.

Los riesgos geopolíticos agregan su cuota de incertidumbre en un mundo que va camino a ser más multipolar. La evolución del conflicto de Ucrania-Rusia y de la tensión en Asia-Pacífico con una China que está buscando hegemonía, puede afectar el crecimiento, la inflación, la confianza y los mercados, muchas veces en forma y momentos imprevisibles.

Mercados globales de commodities

La combinación de desaceleración económica y desinflató de los mercados globales ante el retiro de liquidez impactó los precios de los metales en el 2022. En los diez meses del año, los precios tanto del cobre como del zinc cayeron 20% respecto del 2021. Al mismo tiempo, la tensión geopolítica impulsó un incremento del 17% en el precio del petróleo WTI. Igualmente, subieron los precios de los soft commodities (trigo, maíz, soya) que importa el Perú y que han contribuido a la inflación interna.

Las perspectivas futuras son mixtas, pero con más riesgo a la baja que al alza (ver cuadro de proyecciones). La pregunta es hasta qué punto ya se ha dado una corrección suficiente en los precios de los metales, de manera que se pueden estabilizar en los niveles actuales, aún en el entorno de debilidad de la demanda mundial que se avecina. Los metales preciosos, el oro y la plata, son particularmente vulnerables mientras persista el ciclo de elevación de tasas de interés, dada la correlación inversa que tienen con esta variable. Una vez que se vislumbra la finalización del ciclo de alza de tasas, los metales preciosos deberían rebotar con cierta fuerza, pero no es claro cuánto caerían antes.

Cobre.- En tiempos normales, la perspectiva de desaceleración global sería nefasta para el precio del cobre. Sin embargo, actualmente la transformación tecnológica y ambiental global es intensiva en cobre. Lo uno debe contrarrestar lo otro hasta cierto punto, manteniendo cierta estabilidad en el precio. En balance, esperamos que el cobre alcance un precio promedio de US\$3.70 por libra en el 2023. Esto es 6.6% menor a nuestra proyección de US\$3.96 para el 2022 pero mayor al nivel actual de US\$3.50. El próximo año prevemos una mayor demanda asociada al desarrollo de proyectos de descarbonización, electrificación y mayor demanda de vehículos eléctricos, que compensaría las expectativas de una ralentización de crecimiento en China, menor demanda global y la fortaleza del dólar que han venido afectando su precio en el 2022.

Nuestra expectativa es que en el 2023 el precio del cobre responda más a fundamentos que a factores monetarios y los consiguientes movimientos fuertes de capital, debido a que culminaría el ciclo de aumentos de tasas por parte de los bancos centrales. Esto implicaría una menor volatilidad en el mercado. Esto ya se está viendo. En lo que queda del 2022, esperamos cierta estabilidad en el rango de US\$3.30 a US\$3.60, seguido de una recuperación gradual en la

PRECIO DE COMMODITIES (Promedio Anual)

Commodities	2021	2022P	2023P
Cobre (US\$/lb)	4.22	3.96	3.70
Oro (US\$/oz)	1,799	1,800	1,725
Petróleo (US\$/bl)	68	95	86

Fuente: Bloomberg Proyecciones: Estudios Económicos- Scotiabank

primera mitad del 2023. El próximo año empezarán a producir minas importantes (Perú, Chile, Indonesia) que incrementarían la oferta del metal. Esta mayor producción estaría en línea con la mayor demanda derivada del desarrollo de proyectos de electrificación (EEUU, China y Europa) y el incremento en la fabricación de autos eléctricos.

Oro.- El precio del oro promediaría US\$1,725 por onza en el 2023, menor en 4.2% al promedio esperado de US\$1,800 para el 2022. Para lo que queda del 2022, el precio del oro se mantendría por debajo de los US\$1,700 en medio de agresivas subidas de tasas. La FED ya anunció que podría haber una moderación en la reunión de diciembre siempre y cuando la inflación vaya en la dirección que el banco central espera y el mercado laboral se enfríe. De ser así, podríamos ver un rebote en el precio hacia fines del 2022.

En el 2023, se debe moderar los aumentos agresivos de tasas de interés de la Reserva Federal (FED) en curso, disminuyendo la presión a la baja del precio del oro. La persistencia de la inflación más bien podría reactivar cierta presión al alza, devolviéndole al oro su carácter de activo refugio ante la incertidumbre económica mundial. Además, el posible debilitamiento del dólar, tras estar en máximos de 20 años, impulsaría el precio del oro. Otros factores claves impactarían el precio incluyen la evolución del conflicto entre Rusia-Ucrania, la evolución de las tensiones geopolíticas en torno a Taiwán, una posible recesión en Occidente, la evolución de la economía china y la trayectoria de los rendimientos de los bonos globales.

Petróleo.- Proyectamos un precio promedio del petróleo US\$86 por barril para el 2023, lo cual representaría una caída de 9.4% respecto al promedio de US\$95 que esperamos para el 2022. La demanda mundial del petróleo debe aumentar en el 2023, particularmente el consumo en EEUU y en China. Esta mayor demanda sería parcialmente compensada con la mayor producción de la cuenca Pérmica de los EEUU (la mayor cuenca petrolera de esquisto del país), sumado a la mayor producción en las cuencas de Bakken y Eagle Ford. Al mismo tiempo, la oferta podría estar afectada por la menor cuota de producción de petróleo decidida por los países de la Organización de Países Productores de Petróleo y sus países aliados (OPEP+). Un factor excepcional es la decisión de la Unión Europea de dejar de comprar el 90% del crudo que importaba desde Rusia. El balance de estos factores apunta a un precio del petróleo aún en niveles elevados.

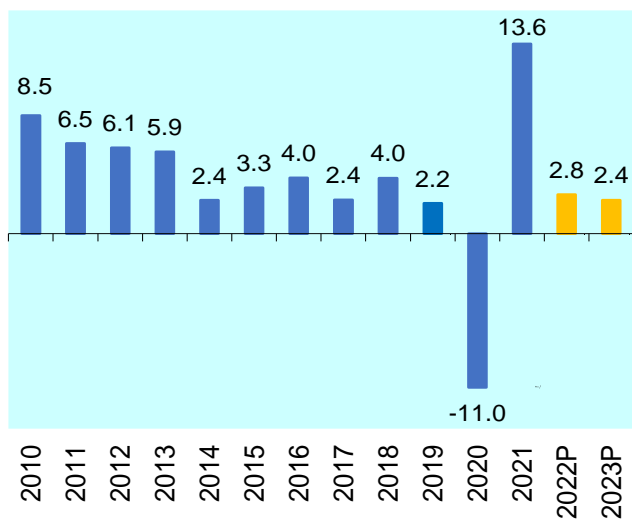
Soft commodities.- Para el 2023, esperamos que los precios de los soft commodities continúen alejándose de los máximos de varios años alcanzados durante el 2022. Los factores que influirán en los precios incluyen: una demanda global de la campaña 2023/22 por debajo de la campaña anterior dado el menor crecimiento de China y la esperada desaceleración económica mundial, así como cierta moderación en la fortaleza del dólar al culminar el ciclo de alzas de la FED. La corrección a la baja se aceleraría de terminar el conflicto entre Rusia y Ucrania, aunque habría bastante volatilidad en el camino.

Esperamos evoluciones disímiles en los mercados claves de maíz, trigo y soya (aceites), pero los tres coincidirían en seguir una tendencia general a la baja. Además, el alivio en los cuellos de botella en la cadena de suministro añadiría presión bajista a los commodities en general.

PBI 2023-2024

Proyectamos que el PBI del Perú crezca 2.4% en el 2023 y 2.2% en el 2024. En el pasado el PBI del país crecía con frecuencia entre 6% y 7% en situaciones similares de precios de metales relativamente saludables. Actualmente, crecer la mitad parece un logro. El principal factor para un crecimiento bajo es la inversión, tanto privada, que prevemos caiga 2.3% en el 2023, como pública (-3.5% en el 2023).

PRODUCTO BRUTO INTERNO (Var.%, anual)

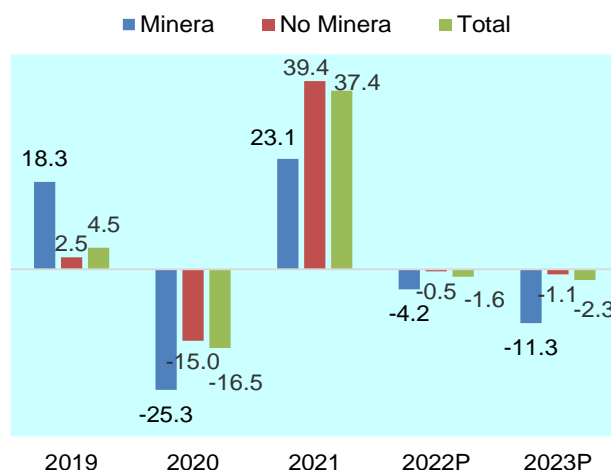


Fuente: INEI Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

Inversión privada.- No prevemos que la inversión privada sea un motor importante de crecimiento en un horizonte previsible. Que la inversión privada recupere niveles de crecimiento del pasado requeriría que mejore la confianza empresarial. Es difícil que esto se dé mientras no se den tres mejoras vinculadas a la política: una reducción en la turbulencia política; una mejora en el manejo gerencial del Estado; una mejora en la relación del gobierno con el sector privado. Mientras no se enmiende estos aspectos, el futuro será demasiado impredecible como para que las empresas tengan la visibilidad necesaria para arriesgar su capital.

Esperamos que sea la inversión minera la que caiga más en el 2023, al culminar las grandes obras de inversión, principalmente Quellaveco. Pero, el letargo en la inversión privada es más generalizado que sólo la minería. El gobierno estaría preparando iniciativas de inversión de asociación público-privado, y estas APPs podrían ayudar a estimular más inversión privada. Sin embargo, el gobierno necesitaría ampliar su extensión y acelerar los procesos, como para que tenga un peso significativo.

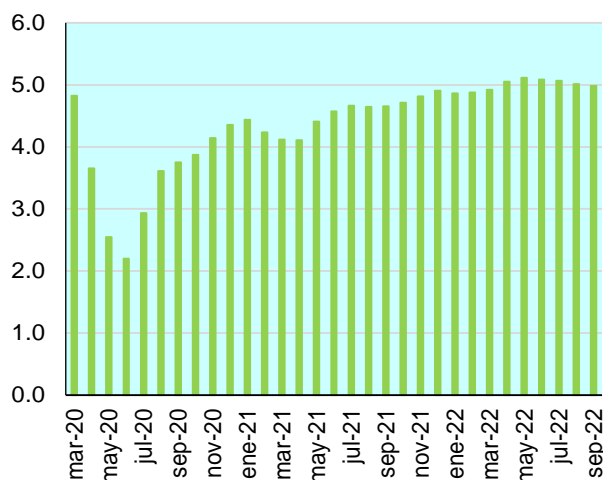
INVERSIÓN PRIVADA MINERA Y NO MINERA (Var. %, anual)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Inversión pública.- La caída que esperamos en la inversión pública de 3.5% en el 2023 obedece a precedentes. Siempre que ha habido un cambio a nivel de autoridades regionales y locales, como ocurrirá en el 2023 luego de las elecciones recientes, ha habido una caída en la inversión pública en el primer año. La inversión a nivel de gobierno nacional podría ayudar a compensar, existen recursos y proyectos suficientes. El problema reside en la baja capacidad de ejecución del Estado. Los múltiples casos de investigación sobre corrupción vinculada a la inversión pública es otro factor que dificulta la rapidez en la misma. Hasta el momento no hay evidencia de que el gabinete tenga la visión compartida ni el nivel de coordinación suficientes como para impulsar la inversión pública como se requeriría.

Consumo.- En los últimos dos años el consumo ha sorprendido, aumentando más de lo que uno podría esperar. La recuperación del empleo a niveles pre-COVID también ayudó al consumo, aunque esta mejora no ha sido suficiente para explicar la magnitud del crecimiento del consumo. Más bien, en gran medida, la relativa fortaleza ha descansado sobre factores que difícilmente se mantendrían en el 2023, al menos no en la misma magnitud. En el periodo 2020-2022, los hogares recibieron al menos 14% del PBI en recursos extraordinarios en forma de transferencias del gobierno, acceso a fondos de las AFPs, y liberación de las cuentas CTS. Es posible que se den más medidas en ese sentido en adelante, pero no hay nada en agenda y si se llegara a introducir es difícil que sea de la misma magnitud.

**LIMA: POBLACIÓN OCUPADA
(En millones)**


Fuente: INEI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Mirando hacia delante, un crecimiento del consumo en base a ingresos extraordinarios y desahorro no es sostenible. Al mismo tiempo, el crecimiento del empleo está desacelerando, y esta desaceleración debería seguir mientras no haya mayor inversión. De ahí que esperamos un cierto descenso en el crecimiento del consumo.

Una cosa que intriga es el hecho de que hay indicios de que la economía ilegal productiva, como tala de bosques, minería ilegal, y tal vez narcotráfico, está expandiéndose. La data por el lado de la demanda no recoge bien este crecimiento. Puesto que el consumo es el componente que hace calzar las cifras, es posible que el crecimiento del consumo haya reflejado, y siga reflejando, esta expansión.

Exportaciones.- Más que la demanda interna, que proyectamos crecerá sólo 1.6% en el 2023, son las exportaciones las que darán algo de soporte al crecimiento, aumentando 6.6% en términos reales. A pesar de la intensificación de eventos de conflicto social y mensajes negativos provenientes del gobierno respecto de la minería, la minería, y la nueva mina de Quellaveco en particular, agregará cerca de medio punto al crecimiento del PBI en el 2023. Pero, el impacto incremental de Quellaveco sobre la tasa de crecimiento no subsistirá en el 2024, por lo cual esperamos que el crecimiento de las exportaciones sea sólo 3.5%, y el PBI desacelere a 2.2%.

Hay algunos factores que podrían aparecer y dar un mayor impulso de la economía en el 2023. Por ejemplo, una conclusión inesperadamente pronta de la guerra en Ucrania cambiaría la psicología a los mercados, y permitiría una mayor tracción al crecimiento global. Adicionalmente, el gobierno peruano podría sorprender con un incremento inesperado en el gasto público a nivel del gobierno nacional.

PBI por sectores

El crecimiento de 2.4% del PBI sería liderado por los sectores primarios (+5.0%), resaltando en particular Minería y Manufactura Primaria.

**PERÚ: OFERTA Y DEMANDA GLOBAL
(Variación porcentual anual)**

	2010-19	2022P	2023P
PBI	4.5	2.8	2.4
Importaciones	5.8	3.5	3.4
Demanda interna	5.1	2.5	1.6
Consumo privado	5.1	4.4	2.6
Consumo público	4.4	1.6	1.7
Inversión bruta fija	5.0	-0.9	-2.6
Privada	5.7	-1.6	-2.3
Pública	2.7	2.5	-3.5
Exportaciones	3.4	4.8	6.6

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Sin embargo, tal vez lo más resaltante del crecimiento del PBI por sectores para el 2023 sea el bajo crecimiento de los sectores no primarios, de 1.6%. Este sería el crecimiento más bajo desde 2009, si excluimos el año COVID del 2020. Los no primarios son los sectores más vinculados a la demanda interna.

Construcción sería el único sector con crecimiento negativo (-0.5%). Esto está en línea con una inversión -privada y pública- baja, el impacto desalentador de la subida en tasas de interés sobre la construcción inmobiliaria y el menor crecimiento en ingresos en la autoconstrucción en particular. Lo que compensaría parcialmente es la mayor inversión en infraestructura pública. Prevemos un mayor ritmo de ejecución de proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima, la Ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez, el proyecto del nuevo puerto de Chancay, entre otros.

Esperamos que los sectores Comercio y Servicios también desaceleren, ante el menor dinamismo de su principal motor: el consumo privado. Ambos sectores sentirán el impacto del alza de la inflación que viene socavando la capacidad adquisitiva de los consumidores. Además, factores temporales como los retiros de fondos de pensiones y CTS, así como la entrega de subsidios a hogares vulnerables que estuvieron disponibles entre el 2020 y 2022, tendrían una menor incidencia en el 2023.

El crecimiento de 2.1% en el amplio sector Servicios esconde una heterogeneidad en su interior. Por un lado, continuaría la recuperación de rubros que aún no logran alcanzar su nivel de actividad prepandemia como Alojamiento y Restaurantes y Transporte. Por otro lado, rubros como Servicios Financieros y Telecomunicaciones se verían afectados por los repagos del programa Reactiva Perú -que disminuye el monto de colocaciones- y por el retorno a la presencialidad -que afecta la demanda de internet para educación virtual y trabajo remoto-, respectivamente.

PBI POR SECTOR ECONÓMICO (Var. % real)

SECTOR	2021	2022P	2023P
Agropecuario	4.5	2.9	1.9
Pesca	9.9	-7.4	2.8
Minería e hidrocarburos	8.1	1.9	7.2
Minería	10.5	0.4	7.8
Hidrocarburos	-4.6	11.7	4.0
Manufactura	18.7	1.8	1.6
Primaria	3.4	-2.2	3.0
No primaria	24.7	3.2	1.1
Electricidad y agua	8.5	3.0	2.6
Construcción	34.7	1.2	-0.5
Comercio	17.8	2.8	1.6
Servicios	10.3	3.6	2.1
PBI	13.6	2.8	2.4
Sectores Primarios	6.3	1.4	5.0
Sectores No Primarios	15.7	3.2	1.6

Fuente: INEI, BCR. Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

El sector Minería e Hidrocarburos (+7.2%) lideraría el crecimiento sectorial gracias al primer año completo de operaciones del proyecto Quellaveco, que aportaría cerca de 0.5 p.p. al crecimiento del PBI total. La mina, que recibió su autorización de funcionamiento a fines de setiembre, produciría 300 mil toneladas de cobre durante el 2023, lo que elevaría la producción nacional a un récord de 2.7 millones de toneladas (+12%). Esta proyección asume como supuesto que no se repitan conflictos sociales que interrumpen las operaciones mineras, tal como sucedió en Las Bambas y Cuajone durante el 2022.

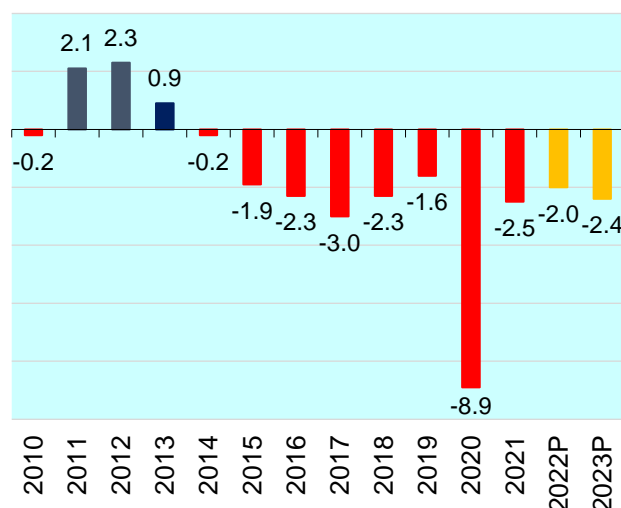
La Manufactura Primaria (+3.0%) sería impulsada por la mayor refinación de petróleo, pues para fines del 2022 se tiene previsto el inicio gradual de operaciones de la Nueva Refinería de Talara propiedad de Petroperú. Si bien no tenemos previsto un incremento importante en la producción local de petróleo -debido a la conflictividad social que mantiene cerrado el Oleoducto Nor Peruano y varios pozos en la selva norte-, la reapertura de la refinería permitirá reemplazar la importación de derivados de petróleo como gasolinas y diésel.

Situación fiscal

La situación fiscal mejoró notoriamente de su nivel pico de déficit de 8.9% del PBI a inicios del 2021, a 1.1% en setiembre 2022. El bajo nivel de crecimiento del gasto público que esperamos en el periodo 2023-2024 ayudará a mantener el déficit fiscal manejable en este periodo. Sin embargo, no será suficiente para impedir que el déficit suba moderadamente en este periodo, a 2.4% del PBI en el 2023 y 2024

El factor principal de la rapidez de la caída en el déficit fiscal en el periodo 2021-2022 -más allá del fin del gasto excepcional por COVID- ha sido el aumento extraordinario en el ingreso fiscal, de 17.8% en el 2020 y 19.7% en el 2021. Hubo tres factores detrás de este incremento tan significativo: precios de metales extremadamente altos, un crecimiento excepcional del consumo, pero en base a ingresos extraordinarios, y la digitalización acelerada de ventas. Estos tres factores no subsistirán en el 2023-2024, con lo cual la recaudación fiscal crecerá en forma mucho más moderada. No esperamos que el gasto fiscal crezca demasiado, pero sí la ecuación ingreso-gasto será tal que el déficit fiscal debe desmejorar en el 2023-2024. Lo importante es que el déficit fiscal se mantendría dentro de un rango manejable en este periodo. Es menos seguro qué ocurrirá después del 2024.

DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



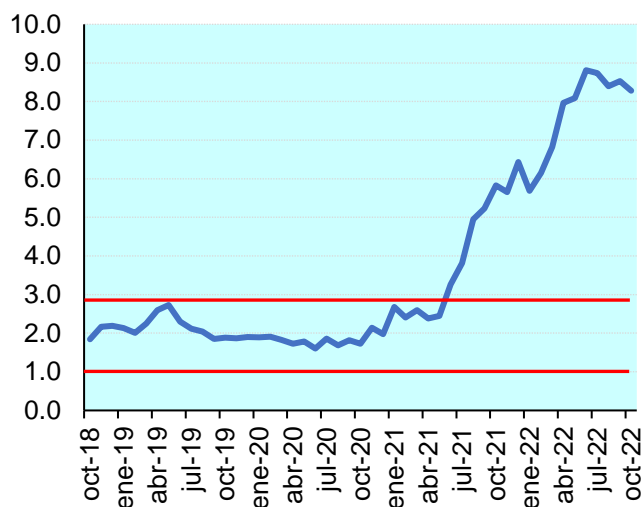
Fuente: BCR. Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Inflación y política monetaria

Pronosticamos una inflación de 7.7% en el 2022, y 4.0% en el 2023. Esto significa que esperamos que la inflación se mantenga por encima del techo del rango meta (1%-3%) del BCR durante todo el 2023. La idea general es que, salvo un cambio significativo en el entorno global - por ejemplo, si terminara la guerra Ucrania-Rusia -, lo más probable es que la inflación vaya descendiendo en forma muy paulatina en el tiempo.

Con un crecimiento del PBI por debajo de 3.0% para este año y el próximo, la actividad económica no genera presiones inflacionarias. El problema es, principalmente, la inflación en el mundo, que es la más alta en 40 años. A esto se viene agregando algún nivel de impacto interno por el lado de la oferta agrícola, aparentemente vinculado a una menor productividad (menor uso de fertilizantes), y a costos de transporte más elevados.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (Var. % acumulada últimos 12 meses)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Otros índices de precios, como los mayoristas y los vinculados a materiales de construcción y maquinarias han desacelerado. Al igual que nosotros, el banco central proyecta una tendencia decreciente de la inflación interanual, manteniendo su expectativa de retorno al rango meta durante el segundo semestre del 2023, tanto por la moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía -que muestran descensos en los últimos tres meses-, como por la reducción de las expectativas de inflación.

Sin embargo, el entorno global de precios es aún inestable, por lo que el banco central puede continuar realizando ajustes adicionales. El BCR se halla en una situación incómoda. La inflación y las expectativas inflacionarias han venido desacelerando con muy poca convicción en la segunda mitad del 2022, pero el PBI ha empezado a desacelerar en forma preocupante. Hasta el momento, en el 2022, ha predominado la preocupación por la inflación. Mientras persista esta preocupación esperamos que el BCR mantenga su tasa de referencia alta.

Nuestra proyección considera una tasa de interés de referencia de 7.25% como tasa terminal para fin de año, esperando que se mantenga en un nivel elevado durante la mayor parte del 2023. Al mismo tiempo, con la tasa de referencia ya alta y la tasa real por encima de 2.0% -superando la tasa neutral de 1.5%- , es probable que el fin del ciclo de alza de tasas de interés esté cerca.

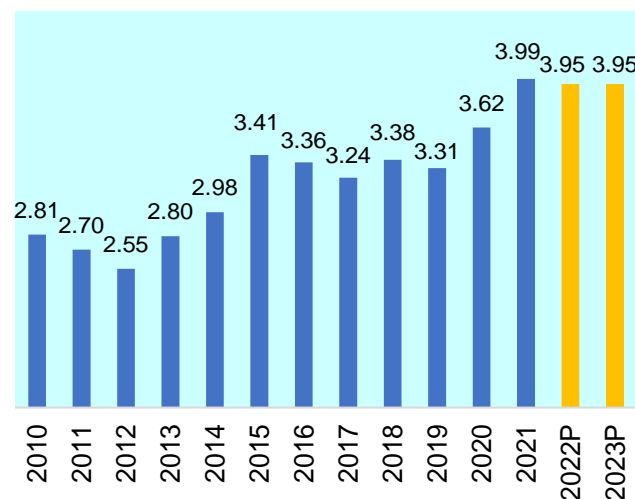
La clave seguirá siendo la velocidad a la que se moderen las expectativas de inflación. Suponemos que el banco central esperará una clara evidencia de alivio de las presiones sobre los precios, por lo que está optando por subidas de tasas de interés adicionales de manera preventiva.

El tipo de cambio y las cuentas externas

Estamos proyectando un movimiento lateral del tipo de cambio, con una depreciación promedio de alrededor de 2% en el tipo de cambio en el 2023, para terminar el año en 3.95. El tipo de cambio es la variable más difícil de pronosticar, y la relativa estabilidad en nuestras proyecciones, 3.95 para fines del 2022 y también para fines del 2023, es engañosa. Existe poca visibilidad respecto del movimiento del tipo de cambio, que ha venido respondiendo a los vaivenes de coyuntura política en el 2021 y a eventos internacionales durante el 2022. Los grados de incertidumbre en el 2023 seguirían siendo muy altos, dados los riesgos de eventos políticos internos y regionales, persistencia de la inflación y por tanto políticas monetarias globales aún agresivas.

Lo que esperamos para el 2023 es que la evolución del sol (PEN) refleje el balance de fundamentos externos, precios del cobre en particular, la tendencia internacional del dólar (USD), el diferencial entre tasas de interés en USD y PEN, y la voluntad del BCR de evitar mucha volatilidad. Estos factores pueden generar giros de corto plazo, pero parecen cancelarse mutuamente en el tiempo. El supuesto de fondo es que el PEN se moverá más en función de mercados y fundamentos, que de turbulencia política interna. Sin embargo, eventos políticos de envergadura dentro del país podría afectar significativamente al PEN, como ha ocurrido en el pasado.

TIPO DE CAMBIO SOL/DOLAR (Fin de periodo)



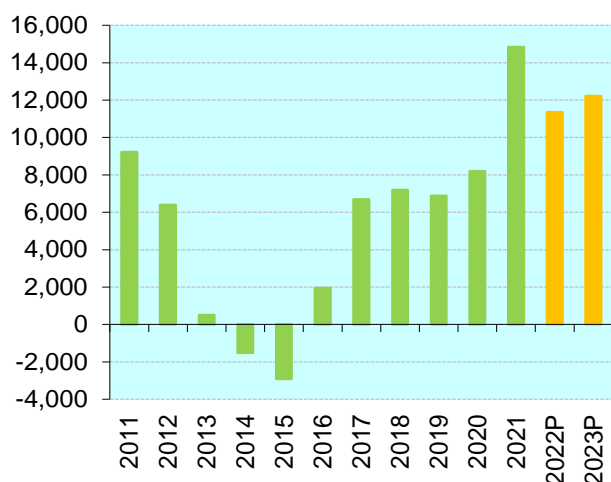
Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

Los balances macroeconómicos seguirán dando soporte al PEN en el 2023. Esperamos, en particular, un menor déficit en cuenta corriente (alrededor de 2.6% del PBI respecto del 3.9% del PBI que se alcanzaría en el 2022), balanza de pagos positiva (en alrededor de USD 1.5 mil millones) y un superávit comercial de alrededor de USD 12 mil millones, monto ligeramente superior al 2022 y el doble del superávit obtenido antes de la pandemia. Nuestra proyección de superávit comercial se ha basado en un supuesto conservador de precios de metales promedio 2023, compensado con un incremento en la producción de cobre proveniente de la nueva mina Quellaveco.

Todos los demás sectores, tanto de exportación como de importación, verán un incremento de volumen relativamente tendencial, con precios menos volátiles que en años anteriores. Proyectamos un incremento en las exportaciones de 3%, a USD 67.5 mil millones, frente a 2%, a USD 55.2 mil millones en importaciones. Fuera de los metales, los productos agroindustriales tendrán un año más de crecimiento, especialmente en volumen, si bien los precios podrían disminuir. Los productos textiles también contribuirán, como viene aconteciendo en los últimos dos años, ante un cambio estructural en la industria global tras la decisión de EEUU de reducir sus compras provenientes de China, privilegiando otras regiones como Latinoamérica.

Las mayores compras de bienes de consumo liderarán por el lado de importaciones. Si bien el consumo privado crecerá a un ritmo menor que en el 2022, de manera que el crecimiento en volumen sería marginal, incrementará en valor debido a mayores precios vinculada a la inflación mundial. También esperamos menores importaciones de combustibles, en especial derivados como gasolina y diésel, gracias al reinicio de operaciones de la Refinería de Talara. Finalmente, las compras de bienes de capital permanecerían estancadas ante el previsto retroceso de la inversión privada.

BALANZA COMERCIAL (En millones de US\$)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Vemos al BCR muy activo con su intervención en el mercado cambiario cada vez que el tipo de cambio se acerca a los 4 soles. Este es un nivel psicológico que podría gatillar expectativas de depreciación y por tanto presionar a la inflación al alza. La demanda de dólares ha estado vinculada a movimientos de portafolios de extranjeros principalmente, razón por la que la intervención del BCR ha estado sesgada a instrumentos para coberturas cambiarias antes que a ventas de dólares al contado. La salida de capitales continuó en el 2022 aún, pero con una menor intensidad, y no vemos que vuelva a ser un tema crucial para el 2023.

Si bien el ruido político continúa, tiene baja intensidad sobre el mercado cambiario, siempre que no se activen temas cruciales como vacancia o cambio presidencial o la posibilidad de una Asamblea Constituyente -que luce cada vez menos probable-. La dirección de la política económica y el accionar apropiado de las principales instituciones económicas parecen ser un soporte suficiente para contrarrestar el ruido político de baja intensidad de cara al mercado cambiario. El riesgo principal a nuestra expectativa de relativa estabilidad cambiaria es una nueva ola o rebrote de la inflación, que implique mayores ajustes de política monetaria y por tanto un mayor fortalecimiento del dólar estadounidense, que ya se encuentra en su nivel más alto de los últimos 20 años.

Mirando más allá del 2024

Mientras subsista la falta de confianza por el entorno político y el comportamiento del gobierno, es difícil ver la posibilidad de un crecimiento del PBI de un nivel interesante. Lo que esperamos es que haya un crecimiento relativamente mediocre, dados los recursos con los que cuenta el país, de entre 2.0% y 2.5% hasta el 2026. No es un nivel de crecimiento lo suficientemente alto como para generar empleo en un nivel que permita reducir la pobreza y la desigualdad. Sí es un nivel suficiente para mantener balances macroeconómicos razonables y manejables. No prevemos una crisis económica en los próximos años. Pero, hay un riesgo real de aumento de pobreza, desigualdad y turbulencia social si es que no se mejora la gestión del Estado, no se otorgue más certidumbre y continuidad a las medidas de política económica, y no se aproveche de mejor manera los recursos del país.


Banca Corporativa y Comercial
Miguel Madueño Buse *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
Ricardo Avila Flores	<i>Analista Sistema Financiero</i>	211-6000 ax. 16458
Darlene Hernández Fernández	<i>Practicante</i>	211-6000 ax. 16484

Tesorería

Juan Carlos Gavoglio	<i>Vicepresidente de Tesorería</i>	211-6772
Victor Gamero	<i>Director Liquidity & Funding</i>	202-2720
Antonio Dominguez	<i>Associate FTP & Investment</i>	202-2720
Diego Montañez	<i>Trader MM & Cash Flow</i>	202-2720



Jose De La Colina	Gerente General	211-6000 ax. 17865
Jonathan Kleinberg	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6000 ax. 17851
Jessica Fernandez	<i>Portfolio Manager Senior</i>	211-6000 ax. 17852
Marlon Pacheco	<i>Portfolio Manager Senior</i>	211-6000 ax. 17853
Jose Mario Chumpitazi	<i>Portfolio Manager Senior</i>	211-6000 ax. 17853



Maria Fe Arribas Lopez	Gerente General	211-6040 ax. 17825
Sylvia Cavassa Alberti	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6040 ax. 17727
Pamela Sáenz León	<i>Head Trader Wealth Management</i>	211-6040 ax. 17816
Paulo Betancourt Sheen	<i>Associate Director of Institutional & FI</i>	211-6040 ax. 18150
Juan José Guzmán	<i>Associate Equity Research</i>	211-6040 ax. 17728

Global Capital Markets Peru
Fernando Suito *Head Sales and Trading* **202-2710**
Trading

Antonio Diaz	<i>Head FX Trading</i>	202-2710
Alejandro Guinassi	<i>Head Fixed Income</i>	202-2710
Jean Pierre Abusabal	<i>Associate Director Fixed Income</i>	202-2710
Aldo Delgado	<i>Associate FX & Fixed Income Trading</i>	202-2710
Mayra Bravo	<i>Associate FX & Fixed Income Trading</i>	202-2710

Sales

Catalina Sardá	<i>Head Ins. Sales & Corp. and Derivatives</i>	202-2710
Irene De Velazco	<i>Head Institutional Sales</i>	202-2700
Allison Montes	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2700
Mariana Garcia	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2700
Nicolás Macarachwili	<i>Associate Institutional Sales</i>	202-2700
Claudia Vega	<i>Head Corporate</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
Giannina Mostacero	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Lucciano Hernández	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Natalia Herrán	<i>Head Derivatives</i>	211-6000
Eduardo De las Casas	<i>Associate Derivatives</i>	202-2710
Wenceslao Aste	<i>Head SMEs & Personal Banking</i>	202-2727
Jimena Torres	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Marylin Santillán	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Emily Fuentes	<i>Associate FX Sales</i>	202-2727
Fabrizio Ruiz de Somocurcio	<i>Associate Analyst FX Sales</i>	202-2727
Roberto Carranza	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000
Jhonatan Flores	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000
Carlos Flores	<i>Associate FX Sales</i>	211-6000