

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

ABRIL 2023

**PERSPECTIVAS 2023-2024:  
BUSCANDO LA CALMA  
DESPUÉS DE LA TORMENTA**



**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.

### Perspectivas 2023-2024: buscando la calma después de la tormenta

El periodo 2023-2024 se presenta como uno de los más complejos para la economía peruana en mucho tiempo. Es un periodo que combina un entorno internacional retador con una situación interna complicada. Durante este periodo la economía viene enfrentando un crecimiento global bajo y desigual, tasas de interés relativamente altas, incertidumbre política, y fenómenos climáticos inquietantes.

Es en este escenario que proyectamos que el PBI del Perú crezca 1.9% en el 2023 y 2.2% en el 2024. Estos son niveles de crecimiento bajos. Compara, por ejemplo, con un crecimiento de 6.6% entre 2006 y 2013. De todos los factores que están afectando el crecimiento, el que es más significativo es la inestabilidad e incertidumbre política. Es también el más duradero, persistiendo desde el 2016, con visos de durar por lo menos hasta que haya nuevas elecciones.

El hecho de que el país esté creciendo en este contexto tan complicado refleja la fortaleza de las instituciones económicas del país, sobre todo el BCR, MEF, SBS y Sunat, así como una continuidad en la política económica.

Gracias a ello, y también a los precios de los metales sostenidamente robustos, el Perú tiene balances fiscales y externos saludables, lo cual ayuda a sostener el crecimiento y la confianza.

### Entorno internacional

No sería correcto decir que el entorno internacional complicado sea el factor principal para el bajo crecimiento que esperamos en 2023-2024, pero sí es un factor que contribuye. Los riesgos y problemática que representa el entorno mundial para la economía del Perú incluyen una inflación alta en países claves del mundo, una política monetaria crecientemente restrictiva, incluyendo tasas de interés incrementales, temores si no de una recesión en algunos países, al menos de crecimiento bajo. A esto se agrega la secuela de problemas en instituciones financieras importantes de EE.UU. y Europa.

Scotiabank Global espera que la economía mundial crezca 2.5% en el 2023 y 2.5% en el 2024. El crecimiento será relativamente mediocre en EE.UU. y Europa, y moderado en China. En términos cualitativos, la preocupación de una recesión, breve y suave, si bien no ha desaparecido del todo, se ha disipado.

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2022	2023P	2024P
<b>Sector Real (var. % real)</b>			
PBI	2.7	1.9	2.2
Demanda interna	2.3	1.1	2.2
PBI primario	0.6	4.8	1.1
PBI no primario	3.2	1.2	2.5
Consumo privado	3.6	2.3	2.2
Inversión privada	-0.5	-2.3	1.2
Inversión pública	7.1	1.8	5.0
<b>Sector Externo (mill. US\$)</b>			
Exportaciones	65,835	66,255	67,801
Importaciones	56,269	56,318	57,315
Balanza Comercial	9,565	9,937	10,486
RIN	71,883	73,000	74,000
<b>Sector Fiscal (% del PBI)</b>			
Balance Fiscal	-1.6	-2.0	-2.0
<b>Sector Monetario (en %)</b>			
Inflación	8.5	5.0	3.5
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.81	3.85	3.85
Tasa de referencia	7.50	7.25	5.25

Fuente: BCR, INEI Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

## CRECIMIENTO MUNDIAL 2023-2024

Países	PBI (% anual)			
	2016-21	2022	2023P	2024P
Mundo	2.8	3.4	2.5	2.5
EEUU	2.0	2.1	1.0	1.0
Euro Zona	1.2	3.5	0.5	1.1
China	6.2	3.0	5.3	5.0
México	0.6	3.1	1.1	1.9
Brasil	0.5	2.9	0.8	1.7
Chile	2.2	2.4	-0.8	2.8
Colombia	2.3	7.5	1.5	2.5
Perú	2.5	2.7	1.9	2.2

Fuente: FMI Proyecciones: Scotiabank Global Economics  
Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

De más relevancia para el Perú que el propio crecimiento mundial o los problemas de sistemas financieros ajenos, son los precios de los metales, los cuales continúan en niveles ventajosos y no parecen próximos a corregir en una magnitud significativa. Nuestra expectativa es que un crecimiento de China de 5% o más, la transformación tecnológica que privilegia energías eléctricas sobre los hidrocarburos, y tal vez algo de incertidumbre financiera, sigan dando soporte a los precios de los metales en lo previsible (ver cuadro).

## PRECIO DE METALES (Promedio anual)

	2016-2021	2022	2023P	2024P
Oro (US\$/oz)	1,457	1,803	1,857	1,800
Plata (US\$/oz)	18.63	21.80	22.80	23.30
Cobre (US\$/lb)	2.95	4.01	3.87	3.95
Zinc (US\$/lb)	1.19	1.58	1.39	1.54
Plomo (US\$/lb)	0.94	0.98	0.95	0.86
Petróleo WTI (US\$/bbl)	53.92	94.59	75.00	70.17

Fuente: Bloomberg Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Tal vez la preocupación principal del entorno internacional sea la persistencia de la inflación y la implementación de una política monetaria crecientemente restrictiva. Existe entre los analistas una discusión respecto de si los bancos centrales del mundo deberían centrar sus baterías en atacar la inflación y seguir subiendo las tasas de interés con convicción, o si esto pondría aún más estrés en un sistema financiero que está mostrando grietas. Por lo pronto, la expectativa de Scotiabank Global es que la tasa de referencia de la FED suba a 5.25% y se mantenga en este nivel todo el 2023, para luego caer a 3.5% hacia fines del 2024. Esto implica un costo del dinero relativamente alto tanto en dólares como en soles. La última vez que la tasa de referencia en dólares de la Fed estuvo por encima de 5%, y la tasa de referencia en soles del BCR estuvo por encima de 7% al mismo tiempo fue en julio de 2001.

## INFLACIÓN GLOBAL

Países	Inflación (% anual)			
	2016-21	2022	2023P	2024P
EEUU	2.8	6.6	3.0	2.1
Euro Zona	1.7	9.2	3.8	2.7
China	2.0	1.8	3.2	1.3
México	4.6	7.8	5.0	3.5
Brasil	5.3	5.8	5.4	4.1
Chile	3.5	12.8	5.0	3.0
Colombia	4.0	13.1	8.4	3.5

Fuente: FMI Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Es probable que siga en el 2023 el ruido respecto de problemas de liquidez a nivel de la banca internacional. Por lo pronto, esta situación parece contenida y no tendría los alcances de la crisis de 2008-2009. La posición de Scotiabank Global es que, si bien una política monetaria contractiva como la actual seguirá poniendo al descubierto problemas en instituciones con fuentes débiles de financiamiento, existen al mismo tiempo razones válidas

para esperar que los mercados financieros se calmen. Entre estas razones están que los reguladores están trabajando para estabilizar las condiciones a través de garantías para los depósitos, y se han creado facilidades especiales de liquidez para apoyar a los bancos.

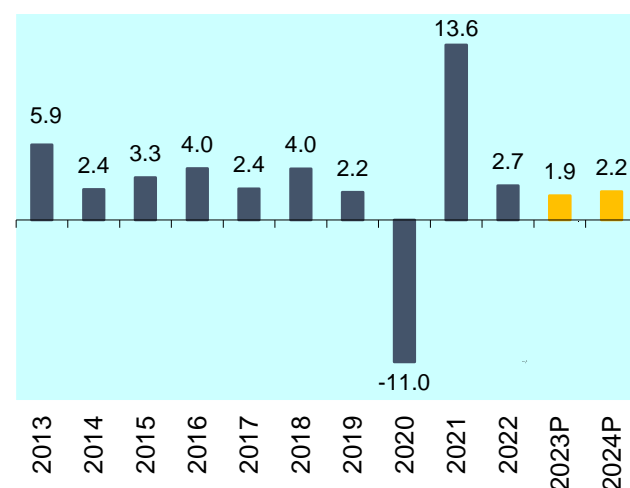
La combinación de todos estos factores no presenta el entorno global más favorable para el país. Pero es probable que vaya cambiando para mejor en el 2024. Las condiciones crediticias globales probablemente sigan exigentes por un tiempo, pero las tasas de interés dejarán de subir, dando paso a una mayor estabilidad. Una vez que las tasas de interés se estabilicen y, si se esquivó una crisis financiera mayor, entonces el aspecto del entorno internacional que pesará más para el Perú será nuevamente los precios de los metales.

## Crecimiento en el Perú

Esperamos que el PBI crezca 2.2% en el 2024 y 1.9% en el 2023. El consenso de mercado, según LatinFocus - marzo 2023, es 2.7% para el 2024 y 2.0% para el 2023.

Nuestra proyección para el 2024 es menor que el consenso del mercado debido a que incorpora la expectativa de un Fenómeno El Niño (FEN) moderado, cosa que la mayoría de los analistas de mercado aún no hacen. La probabilidad de un FEN eleva la incertidumbre para el 2024, ya que es muy difícil precisar la magnitud, momento, y extensión geográfica de un Niño con anticipación.

## PERÚ: EVOLUCIÓN DEL PBI (var % anual)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

## PBI por demanda

Los elementos más resaltantes de crecimiento que esperamos para el 2023 – 2024 son los siguientes:

- Las exportaciones liderarán el crecimiento.
- La demanda interna será débil.

- La inversión privada no contribuirá al crecimiento.
- La inversión pública estará afectada por el recambio de autoridades subnacionales, pero hay potencial por los planes de estímulo del gobierno central.
- El consumo debe desacelerar ya que las familias ya no recibirán ingresos extraordinarios como en años anteriores.

## PBI POR DEMANDA (var. % real)

	2022	2023P	2024P
<b>PBI</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Importaciones	4.0	2.1	2.8
<b>Demanda interna</b>	<b>2.3</b>	<b>1.1</b>	<b>2.2</b>
Consumo privado	3.6	2.3	2.2
Consumo público	-3.4	2.3	2.3
Inversión bruta fija	0.9	-1.6	1.9
Privada	-0.5	-2.3	1.2
Pública	7.1	1.8	5.0
Exportaciones	5.4	5.6	2.7

Fuente: BCR. Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

De no ser por el efecto de Quellaveco (Anglo American) y exportaciones en general, el crecimiento del PBI en el 2023 estaría más cerca al 1.1%, el mismo nivel que proyectamos que crezca la demanda interna. Este es un nivel similar al crecimiento poblacional. El crecimiento de 2.2% que esperamos para la demanda interna en el 2024 supera al crecimiento poblacional, pero tampoco es un nivel robusto.

Dentro de la demanda interna, lo que más preocupa es la inversión privada. Proyectamos que caiga 2.3% en el 2023, después de retroceder 0.5% en el 2022. Incluso la mejora a 1.2% para el 2024 representa un crecimiento bajo en términos históricos. Para que el Perú pueda volver a niveles de crecimientos por encima de 4% en forma sostenible, se requiere que la inversión privada crezca a tasas de doble dígito, tal como se dio entre 2005 y 2013.

En el periodo 2005 - 2013, el crecimiento de la inversión privada correlacionaba con los buenos precios de los metales. Dados los precios de metales actuales, la inversión privada también debería estar creciendo a tasas de doble dígito. No lo hace debido a la incertidumbre política, que ha cortado esa correlación con los precios de los metales.

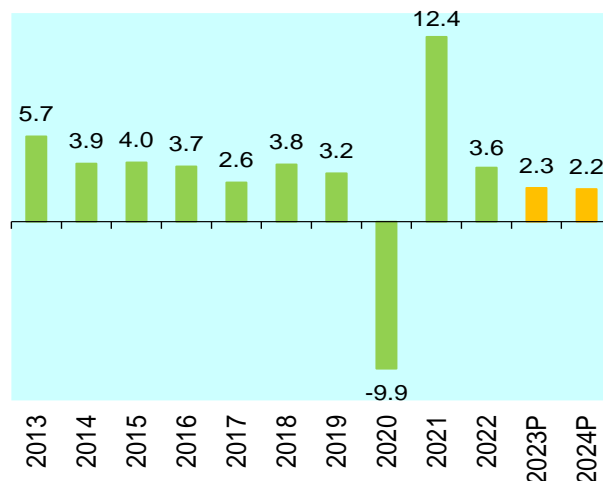
La inversión privada no minera está estancada. La caída de la inversión privada en el 2022-2023 se debe, más bien, a la minería, y en concreto la culminación del proyecto de inversión de Quellaveco (Anglo American). Al mismo tiempo, el Ejecutivo ha hecho una serie de anuncios respecto de su intención de destruir proyectos de infraestructura y minería. Estos planes aún son muy difusos e inciertos para incorporar en nuestras proyecciones, pero de ejecutarse bien podría tener un impacto en el 2023-2024.

El consumo privado fue uno de los motores de crecimiento en el 2021-2022. En gran medida esto se debió a que los hogares tuvieron un acceso extraordinario a fondos de pensiones, CTS y transferencias del gobierno central. Estos factores proporcionaron recursos adicionales equivalentes a casi 10% del PBI desde la pandemia, lo que permitió un nivel de consumo superior a los ingresos laborales para las familias.

Pero, esta forma de crecer no es sostenible. Sin este acceso a recursos adicionales, el consumo deberá estar más alineado con el mercado laboral en el 2023-2024. El crecimiento del empleo no ha estado nada mal desde el 2021, gracias en buena medida a la retroalimentación con el propio consumo. Sin embargo, si la inversión permanece estancada, el crecimiento del empleo debe moderarse en los próximos años. El crecimiento de 2.3%-2.2% del consumo privado en el 2023 y 2024 respectivamente, refleja esta moderación.

Hay un elemento adicional que podría estar contribuyendo al consumo. Existe alguna evidencia de que las actividades económicas ilegales, en particular la minería ilegal, han estado creciendo con cierta fuerza, en especial desde el 2016. Estas actividades no se registran bien en las cuentas nacionales, pero generan ingresos para los que participan, y parte de este ingreso se debería traducir en gasto y consumo.

## CONSUMO PRIVADO (var % anual)



Fuente: BCR. Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

El gasto público es más difícil de predecir. También es dónde puede residir algo más de esperanza. Nuestra proyección de un moderado crecimiento de 1.8% en el 2023 supone que se rompería la correlación que existía entre el primer año de gestión de las autoridades subnacionales y la caída de la inversión pública. Somos más optimistas que en el pasado, por dos razones. La primera es que la inversión de los gobiernos regionales se ha venido comportando en lo que va del 2023 bastante mejor que en el pasado (no viene ocurriendo lo mismo con la inversión de los gobiernos locales). La segunda razón es Con Punche Perú y otros programas que ha venido diseñando el gobierno central. El plan Con

Punche Perú no agrega demasiado al presupuesto 2023 ya diseñado, pero sí muestra una mayor intención de ejecución acelerada del gasto.

## PBI por sectores

El menor dinamismo de la demanda interna tendrá un efecto sobre la evolución de los sectores no primarios, que registraría su menor crecimiento de los últimos tres años (ver cuadro).

## PBI POR SECTORES (var % real)

SECTOR	2022	2023P	2024P
Agropecuario	4.3	1.4	0.5
Pesca	-13.7	6.9	-8.4
Minería e hidrocarburos	0.3	7.0	1.5
Minería	-0.2	7.5	1.6
Hidrocarburos	4.0	4.1	1.0
Manufactura	1.0	1.5	2.2
Primaria	-3.0	3.2	2.0
No primaria	2.3	1.0	2.2
Construcción	3.0	-1.7	5.7
Comercio	3.3	1.4	2.1
Servicios	3.4	1.5	2.1
<b>PBI</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
Sectores Primarios	0.6	4.8	1.1
Sectores No Primarios	3.2	1.2	2.5

Fuente: INEI Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

En particular esperamos una caída del sector Construcción de 1.7%, en línea con la contracción de la inversión privada y afectada también por las altas tasas de interés. A la ya comentada disminución de la inversión minera, se sumaría una caída de la autoconstrucción -ante el menor ingreso disponible de las personas- y un menor dinamismo de la actividad inmobiliaria formal ante tasas de interés de créditos hipotecarios aún por encima de sus niveles históricos. En contraparte, prevemos una aceleración de la inversión de obras de infraestructura -en particular puertos y aeropuertos- y que la inversión pública sea más dinámica en comparación a otros años de inicio de gestión de gobiernos subnacionales.

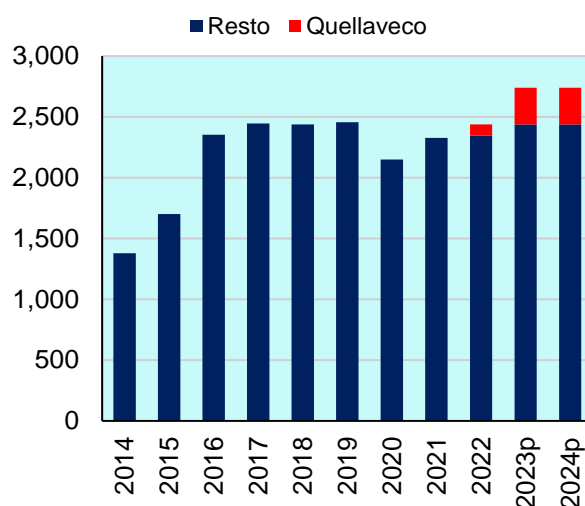
El sector Servicios crecería 1.5%, aunque en forma bastante heterogénea. El crecimiento será mayor entre los subsectores que aún se sitúan por debajo de sus niveles prepandemia como Transporte y Alojamiento y Restaurantes. Ambos sectores se vieron afectados en el primer trimestre por las protestas sociales en el sur y las intensas lluvias en el norte, pero la baja base de comparación y la recuperación del turismo interno a partir de abril les permitiría cerrar en terreno positivo. Por su

parte, los rubros Telecomunicaciones -debido al menor tráfico de internet ante el retorno del trabajo y las clases presenciales-, Servicios Empresariales -ante el menor dinamismo de la demanda interna- y Financiero -afectado por la amortización de los créditos Reactiva y la persistente inflación- crecerían por debajo del promedio del sector.

El sector Comercio (+1.4%) mostraría una importante desaceleración ante la ralentización del consumo privado. Las protestas sociales en el sur entre enero y febrero y las intensas lluvias en el norte en marzo, generaron dificultades logísticas que afectaron en cierta medida la distribución de productos fuera de Lima. Además, ingresos extraordinarios 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.

De otro lado, el sector Minería e Hidrocarburos (+7.0%) lideraría el crecimiento de los sectores primarios (ver cuadro). En particular resaltar el subsector Minería, gracias a la mayor producción de cobre (+11.7%) como consecuencia del primer año completo del megaproyecto Quellaveco (Anglo American), que esperamos aporte cerca de 0.6 p.p. al crecimiento del PBI Total en el 2023. También ayudará un efecto base favorable puesto que en el 2022 la producción de cobre fue afectada por protestas sociales que limitaron temporalmente la producción de las minas Las Bambas y Cuajone (Southern). Nuestra proyección para el 2023 asume que no se repitan las protestas sociales registradas entre enero y febrero y que afectaron la producción de Minsur (Puno) y de las minas ubicadas en el Corredor Minero del Sur como Las Bambas, Antapaccay y Hudbay.

## PRODUCCIÓN DE COBRE (en miles de TMF)



Fuente: MINEM Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Esperamos un crecimiento bajo, de 1.4%, para el sector Agropecuario debido principalmente a las intensas lluvias registradas en el 1T23 en el norte del país. Si bien las áreas perdidas o afectadas bordean solo las 50,000 hectáreas -equivalentes al 1.2% del área sembrada total-

también se verían afectados los rendimientos como consecuencia de temperaturas más cálidas y el probable incremento de enfermedades. Por su parte, la producción avícola se vería limitada por el encarecimiento de los insumos -maíz y soya-, la presencia de la gripe aviar y la acotada demanda debido a la menor capacidad adquisitiva de los consumidores.

La Manufactura Primaria crecerá 3.2%, gracias a la mayor refinación de petróleo, pues para fines del 2T23 se tiene previsto que la Nueva Refinería de Talara -propiedad de Petroperú- opere al 100%. 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- por producción local.

Finalmente, el sector Pesca (+6.9%) registraría una parcial recuperación, debido principalmente a las cerca de 550 mil toneladas de anchoveta capturadas en enero y que corresponden al saldo de la cuota de la segunda temporada de pesca del 2022. Para el 2023 proyectamos niveles de desembarque de anchoveta para la primera y segunda temporada de pesca en la región norte-centro similares a los del año anterior, pues asumimos un Fenómeno El Niño de intensidad “débil” que no incidiría significativamente sobre el sector pesquero.

Para el 2024, por el contrario, el menor dinamismo provendría de los sectores primarios como Pesca y Agropecuario (ver cuadro de la página anterior) pues asumimos la presencia de un FEN de intensidad moderada. Típicamente, el calentamiento de la temperatura superficial del mar genera una dispersión y profundización de especies como la anchoveta y la pota, dificultando su captura. Además, las alteraciones climáticas generan una merma en los rendimientos de los cultivos, además de las potenciales hectáreas que se pueden ver afectadas por las probables inundaciones, en particular en el norte del país.

En lo que se refiere a los sectores no primarios, proyectamos una importante recuperación del sector Construcción, impulsado por labores de prevención ante la llegada del FEN, así como las potenciales obras de reconstrucción de la infraestructura que sería dañada. Asimismo, prevemos una ligera mejora en sectores vinculados al consumo privado como Comercio y Servicios, pues la recuperación de la inversión privada permitiría una gradual mejora en los niveles de empleo e ingresos.

## Balance Fiscal

El déficit fiscal terminó 2022 en 1.6% del PBI. Fue un nivel notablemente mejor al 2.5% del 2021. La mejora no va a continuar en el 2023 - 2024, pero el déficit se va a mantener dentro de los cauces de lo manejable. Esperamos que el déficit fiscal aumente a 2.0% en el 2023, y se mantenga en un nivel similar en el 2024. Este aún se mantiene dentro de la meta de la regla fiscal de un déficit no mayor a 2.4% del PBI para el 2023 y 2.0% en el 2024.

En los últimos años hubo un incremento significativo en los ingresos fiscales, que crecieron 12.7% nominal en el 2022. Contribuyeron a este aumento buenos precios de los metales, el rebote económico post pandemia, y una mayor captura del IGV sobre las ventas debido a la expansión de la digitalización en los negocios.

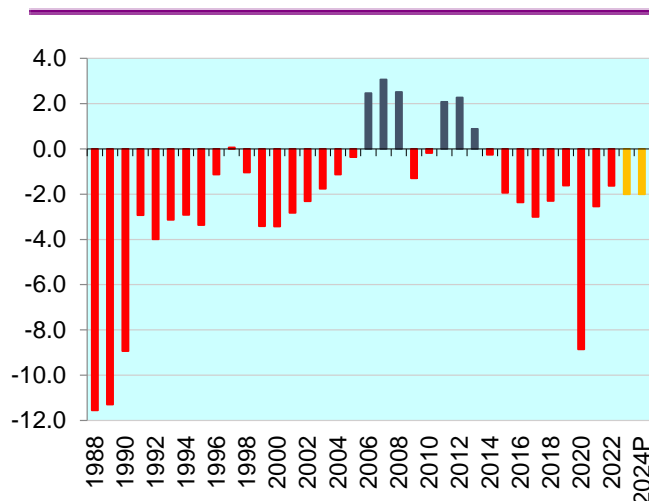
El 2023-2024 es menos favorable en los tres aspectos. Si bien los precios de los metales siguen favorables, no esperamos que aumenten en el periodo (a excepción, posiblemente, del oro). Al mismo tiempo, los indicadores de crecimiento de la recaudación por IGV de los meses iniciales del 2023 parecen sugerir -impacto de protestas aparte- que el impulso de la digitalización de las ventas sobre la recaudación está empezando a agotarse.

La perspectiva del gasto público no es clara. Desde hace bastante tiempo el Perú adolece de un problema de capacidad de gestión. Este problema se exacerbó en los últimos años por discontinuidades en la gestión pública ante sucesivos cambios de gabinete y de gobierno. El 2023 se presenta con un nuevo gobierno nacional, y también nuevas autoridades subnacionales.

Sin embargo, percibimos una mayor intención de ejecución de gasto en el gobierno actual, y una mayor materialización de inversión pública tanto del gobierno nacional como de algunos de los gobiernos regionales. Los eventos climáticos también añaden premura al gasto público. Por tanto, esperamos un incremento del gasto público de 1.8% en el 2023 y de 2.4% en el 2024.

La deuda pública terminó el 2022 en 34.0% del PBI, uno de los niveles más bajos a nivel mundial. El déficit fiscal es lo suficientemente acotado, para que la deuda pública no varíe demasiado, por lo que durante el 2023 y 2024 se mantendría en un nivel similar al del 2023.

## DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



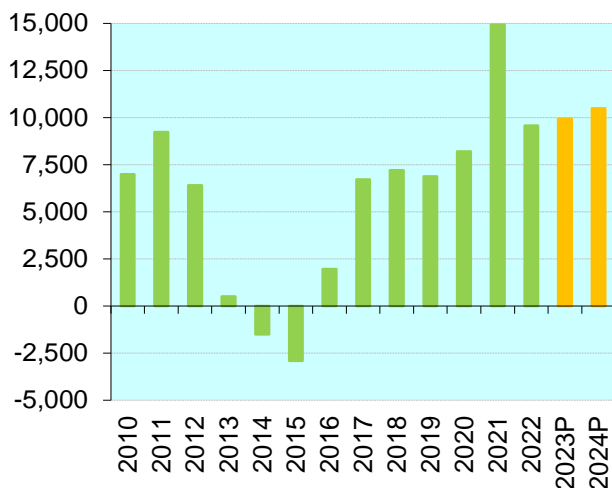
Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## Cuentas externas

Esperamos una relativa estabilidad en las cuentas externas durante el 2023. Preveamos que el déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se reduzca de 4.3% del PBI en 2022 a 3.3% en 2023, debido al menor déficit de la Balanza de Servicios gracias a la tendencia decreciente de los fletes, al menor déficit de ingreso primario ante la ligera caída en las utilidades de empresas con participación extranjera -en particular mineras-, y a la mejora gradual de la Balanza Comercial. Por su parte, la Cuenta Financiera registraría un menor ingreso neto de capitales debido a un menor monto de reinversión de empresas extranjeras -ante la prevista caída de utilidades- así como una probable caída en el desembolso neto de préstamos de largo plazo -en línea con la contracción de la inversión privada-.

La Balanza Comercial registraría un superávit cercano a los US\$ 10,000 millones en el 2023, 4% superior a lo registrado en el 2022, según nuestras proyecciones. Las exportaciones bordearían los US\$ 66,300 millones (+1%), impulsadas por las exportaciones mineras, en particular por el mayor volumen exportado de cobre -en especial por Quellaveco (Anglo American), que produciría 300 mil toneladas de cobre en su primer año completo de operaciones-, parcialmente contrarrestado por el menor precio esperado para el cobre -promedio anual de US\$ 3.87 por onza, por debajo de los US\$ 4 promedio del 2022- Además, continuaría la tendencia ascendente de los volúmenes de agroexportación -en particular arándanos, uvas y paltas- parcialmente contrarrestados por los menores precios de exportación -explicado en parte por la desaceleración de la economía global-.

## BALANZA COMERCIAL (en millones de US\$)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Por su parte, las importaciones ascenderían a US\$ 56,300 millones, mostrando un estancamiento respecto al 2022. A nivel desagregado, las importaciones de bienes de consumo mostrarían una evolución positiva, resaltando las mayores compras de bienes de consumo -en especial bienes de consumo duradero como automóviles que presentan una demanda rezagada como consecuencia de

los problemas de producción de la industria automotriz a nivel global-. Por su parte, las importaciones de insumos mostrarían una caída, resaltando en particular el menor valor de las importaciones de combustibles -preveamos un precio promedio de US\$ 75 por barril de petróleo para el 2023, 20% menos que en el 2022-, así como menores compras de derivados -gasolina, diésel- ante el reinicio de la Refinería de Talara. Por último, proyectamos una contracción en las importaciones de bienes de capital, en sintonía con la ya comentada caída de la inversión privada.

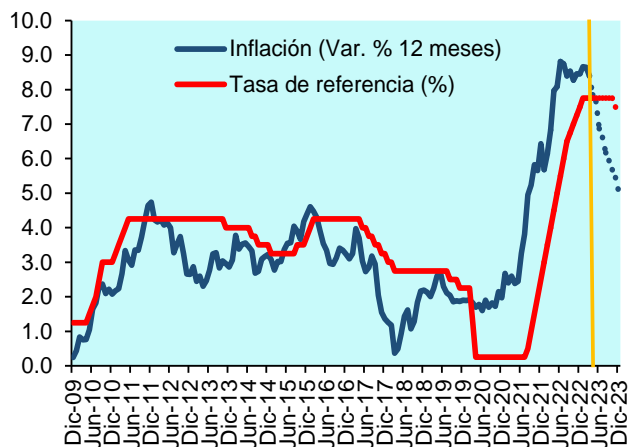
## Inflación y política monetaria

Pronosticamos una inflación de 5.0% en el 2023, y 3.5% en el 2024. Esto significa que esperamos que la inflación se mantenga por encima del techo del rango meta (1%-3%) del BCR todavía por un tiempo prolongado. El actual proceso de inflación es inusual, habiendo superado desde marzo de 2023 el récord del número de meses fuera del rango objetivo desde que se adoptó el actual esquema de metas de inflación en el 2007.

Uno de los factores que diferencia nuestra proyección del consenso de analistas es que estamos incorporando en nuestro escenario base la probabilidad de ocurrencia de un Fenómeno de El Niño, principalmente para el 2024, sobre la base de la información más reciente al respecto.

Con un crecimiento del PBI por debajo del nivel potencial (2.9% según el BCRP) para este año y el próximo, la actividad económica no genera presiones inflacionarias. El comportamiento de los precios internacionales tampoco debería contribuir a seguir generando presiones sobre la inflación, pues los mismos ya se han moderado. La inflación hacia adelante sería consecuencia de una mixtura entre efectos rezagados -de segunda vuelta- visibles principalmente en la inflación subyacente y choques de oferta recurrentes por factores sociales y climáticos.

## INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO



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

Otros índices de precios, como los mayoristas y los vinculados a materiales de construcción y maquinarias vienen mostrando una desaceleración más visible. Al igual que nosotros, el banco central proyecta una



tendencia decreciente de la inflación interanual, aunque a diferencia nuestra, mantiene su expectativa de retorno al rango meta durante el cuarto trimestre del 2023, tanto por la moderación del efecto de los precios internacionales de alimentos y energía, por la reversión de los choques de oferta en el sector agropecuario (fertilizantes y gripe aviar), como por la reducción de las expectativas de inflación.

A pesar de que este entorno es más favorable para los precios que el año pasado, la inflación global se muestra reacia a descender de manera visible y rápida. El BCR inició de manera temprana un ciclo de alza de tasas de interés por 18 meses consecutivos -entre agosto 2021 y enero 2023-. Esto incluyó primero un ciclo de normalización monetaria (entre agosto 2021 y agosto 2022) donde la postura pasó de expansiva a neutra, seguido de una postura contractiva (desde setiembre de 2022 hasta la fecha) ante la persistencia de una inflación elevada.

La sensación actual es que el BCR ya hizo la tarea. El impacto de la conflictividad social sobre el debilitamiento de la actividad económica durante el 1T23 adelantó el inicio del modo de pausa. Si bien el BCR en sus recientes comunicados deja abierta las opciones a posibles cambios en la tasa de referencia, nuestro escenario base contempla que la tasa terminal ha sido alcanzada en 7.75%.

La inflación y las expectativas inflacionarias han venido desacelerando con muy poca convicción durante los últimos nueve meses, pero el PBI ha empezado a desacelerar en forma preocupante. En la medida que en el balance de preocupaciones del BCR el debilitamiento económico pese más que la persistencia de la inflación obtendremos indicios respecto del momento del inicio del ciclo de baja de tasas de interés. Nuestro escenario base contempla que la tasa de interés de referencia se mantenga alta durante un tiempo prolongado, hasta el 3T23. Sí vemos probable que el BCR pueda iniciar el descenso de la tasa de interés antes, pero no contamos con señales que nos brinden convicción sobre cuándo será ese momento.

Nuestra proyección considera una tasa de interés de referencia que inicie el proceso de descenso durante el 4T23 (-50pbs) y cierre en 7.25% a fin de año. Para el 2024 proyectamos una reducción de 200pbs, acorde con nuestra proyección de inflación de 3.5%, por lo que apuntamos a un nivel de tasa de interés de 5.25% para fin de año. Bajo nuestro escenario, la postura de la política monetaria continuaría siendo contractiva (tasa de interés real de 1.8%, superior a la tasa de interés neutral de 1.5% a fines del 2024), con el fin de asegurar el retorno de la inflación al rango meta en el 2025.

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 mantener la tasa de interés en un nivel históricamente elevado.

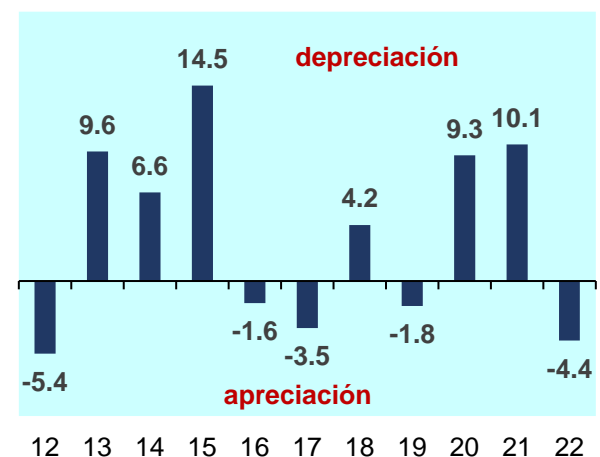
## El tipo de cambio

Estamos proyectando un movimiento lateral del tipo de cambio, aunque en término promedio mantendría un sesgo hacia la apreciación en el 2024 por tercer año consecutivo. El tipo de cambio es la variable más difícil de pronosticar, y la relativa estabilidad en nuestras proyecciones, 3.85 para fines del 2023 y también para fines del 2024, es engañosa.

Los últimos tiempos fueron de inusual volatilidad para el tipo de cambio por diversos factores: i) la incertidumbre política tras las elecciones del 2021, ii) el fortalecimiento del dólar ante la incertidumbre provocada por el conflicto Rusia-Ucrania, iii) las expectativas de alzas de tasas de interés por la mayor inflación global en el 2022. Sin embargo, la resiliente economía peruana -que a pesar de los recurrentes choques crece más que sus pares-, los sólidos fundamentos externos, y el reconocido manejo del banco central han llevado a que el sol (PEN) sea nuevamente la moneda más estable de América Latina. Sin embargo, los grados de incertidumbre en lo que resta del 2023 y 2024 aún seguirían siendo elevados, considerando el proceso de transición de la política monetaria de una postura contractiva hacia una posición neutral, el persistente ruido político local -por ahora de intensidad más baja- y los riesgos latentes en el contexto internacional.

Lo que esperamos para el 2024 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 podrían afectar significativamente al PEN, como ha ocurrido en el pasado.

## TIPO DE CAMBIO SOL / DÓLAR (var. % anual)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Los balances macroeconómicos seguirán dando soporte al PEN en el 2024. Vemos al BCR complaciente con el tipo de cambio fluctuando entre 3.80 y 3.90. 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 -que en lo que va del 2023 ha sido mínima-. Dados nuestros supuestos sobre el escenario político, la salida de capitales no sería un factor relevante en el 2024.

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 parece 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 rebote de la inflación a nivel global, que implique retomar el ciclo de alza de tasas de interés y por tanto un mayor fortalecimiento del dólar estadounidense.






#### **Mirando hacia el futuro**

El tema principal tal vez no sea la exactitud de la proyección de crecimiento, sino el hecho de que el rango en que se está moviendo el PBI es, en general, bastante bajo. El país convive con un crecimiento menor al 3% desde 2019 (excluyendo los años 2020 y 2021 de pandemia y rebote).

El factor principal detrás de este crecimiento mediocre es la inestabilidad política que se viene dando desde 2016 - 2017. A esta situación de inestabilidad política se ha agregado, desde el 2022, una inflación persistente y la elevación de la tasa de interés. La trífeca de males se completa con los eventos climáticos del 2023, que parece que van a perdurar hasta el 2024.

Con tantos factores retadores, uno podría pensar que poder crecer algo ya es un logro. Lo cierto es que el país está mostrando una resiliencia gracias a que el Perú tiene balances macroeconómicos saludables y una fortaleza económica institucional que ayudan a absorber los shocks político-sociales. Precios de los metales en niveles favorables también vienen ayudando a dar soporte a la economía. Lo que está aún por verse es si los programas de estímulo económico que ha anunciado el gobierno, como Con Punche Perú, pueden dar algo más de empuje a la economía.

Los eventos climáticos son temporales y las tasas de interés se estabilizarán y empezarán a corregir eventualmente. En cambio, el factor que tiene visos de seguir afectando el crecimiento es la inestabilidad política. Por lo pronto, con el cambio de gobierno ha mejorado la capacidad gerencial del Estado, que era una debilidad durante el gobierno anterior. Este es un factor que podría contribuir poco a poco a recuperar la estabilidad. Pero, no es evidente que vaya a ser suficiente. Crecer a tasas mayores a 3% en forma sostenible requiere mantener el camino político futuro dentro de los cauces del Estado de Derecho y que las próximas elecciones resulten en un gobierno capaz y favorable al fortalecimiento de la institucionalidad. Ojalá no sea mucho pedir.

					
<b>Banca Corporativa y Comercial</b> Miguel Madueño Buse <i>Vicepresidente Senior Wholesale Banking</i> 211-6810			<b>Global Capital Markets Peru</b> Fernando Suito <i>Head Sales and Trading</i> 202-2710		
<b>Estudios Económicos</b> Guillermo Arbe Carbonel <i>Gerente Principal</i> 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. 16558 Grecia Fajardo Espinoza <i>Practicante</i> 211-6000 ax. 16484 Alex Berckholtz Liebmann <i>Practicante</i> 211-6000 ax. 16484			<b>Trading</b> Antonio Diaz <i>Head FX Trading</i> 202-2710 Jean Pierre Abusabab <i>Associate Director Fixed Income</i> 202-2710 Aldo Delgado <i>Associate FX &amp; Fixed Income Trading</i> 202-2710 Mayra Bravo <i>Associate FX &amp; Fixed Income Trading</i> 202-2710		
<b>Tesorería</b> Juan Carlos Gaveglio <i>Vicepresidente de Tesorería</i> 211-6772 Victor Gamero <i>Director Liquidity &amp; Funding</i> 202-2720 Antonio Dominguez <i>Associate FTP &amp; Investment</i> 202-2720 Diego Montañez <i>Trader MM &amp; Cash Flow</i> 202-2720			<b>Sales</b> Catalina Sardá <i>Head Ins. Sales &amp; 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 Macarachi <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 &amp; Personal Banking</i> 202-2727 Jimena Torres <i>Associate FX Sales</i> 202-2727 Marilyn 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		
					
<b>Scotia Fondos</b> María Fe Arribas Lopez <i>Gerente General</i> 211-6040 ax. 17825 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					
					
<b>Scotia Bolsa</b> José Luis Guinand Llosa <i>Gerente General</i> 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 &amp; FI</i> 211-6040 ax. 18150 Juan José Guzmán <i>Associate Equity Research</i> 211-6040 ax. 17728					