

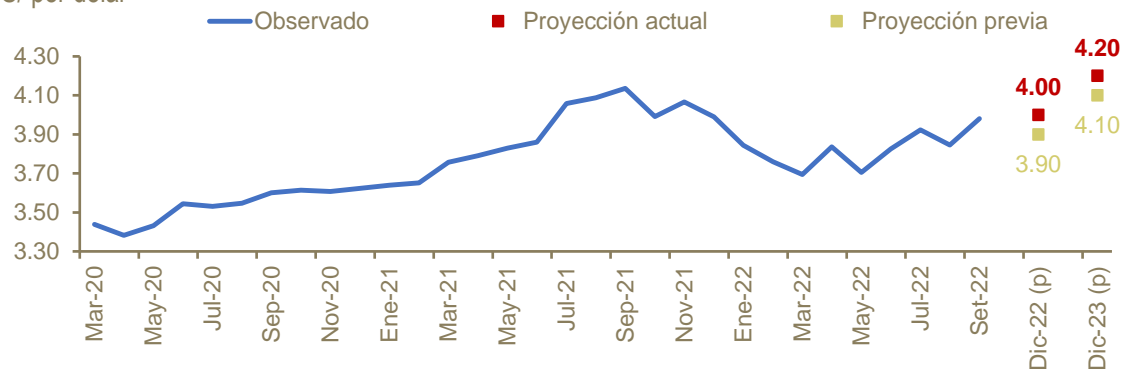
Perú: Actualización quincenal

- Tres factores ayudaron al fortalecimiento del tipo de cambio durante los primeros meses de 2022: el creciente diferencial de tasas de interés en favor del sol, el mayor precio del cobre y la disipación del ruido político.
- Sin embargo, en los últimos meses, y particularmente en las últimas semanas, estas condiciones iniciales cambiaron notablemente, generando un debilitamiento de 7.5% del tipo de cambio entre mayo y setiembre.
- Nuestra nueva proyección base anticipa que el tipo de cambio cierre en S/ 4 por dólar en 2022, y ya no en S/ 3.9. Para 2023, la revisamos también al alza, de S/ 4.1 a S/ 4.2 por dólar.
- Tres factores explicarían la tendencia alcista del tipo de cambio hacia 2023: el continuo fortalecimiento del dólar, nuestras menores perspectivas del precio del cobre y la caída en el diferencial de tasas de interés, en donde el BCRP ya no tendría espacio suficiente para seguir subiendo su tasa.

Nuestra perspectiva anticipa mayores presiones sobre el tipo de cambio hacia 2023. Luego de alcanzar un histórico S/ 4.1 por dólar durante setiembre de 2021, el tipo de cambio se fortaleció notablemente hasta mayo de este año, llegando a bajar hasta S/ 3.6, explicado por el alto diferencial de tasas de interés en favor del sol, el incremento del precio del cobre y la disipación del ruido político. Sin embargo, estas condiciones comenzaron a diluirse en los últimos meses con la posición más restrictiva de la FED y el riesgo de una recesión económica global. Así, revisamos nuestra proyección del tipo de cambio al alza para 2022, de S/ 3.9 a S/ 4, y para 2023, de S/ 4.1 a S/ 4.2. En primer lugar, el fortalecimiento del dólar se mantendría dada las subidas esperadas por parte de la FED en lo que resta de 2022 y en 2023, y el escalamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania. En segundo lugar, nuestras perspectivas sobre el precio del cobre se mantienen a la baja y esperamos que caiga de cUS\$/lb. 422 en 2021 a cUS\$/lb. 397 en 2022 y cUS\$/lb. 350 en 2023. Por último, el alto diferencial de tasas comenzaría a diluirse ya que el BCRP no tendría espacio para seguir subiendo su tasa. En línea con nuestro modelo de la Regla de Taylor, esperamos que la entidad monetaria realice una última subida de 25 pbs en octubre, hasta 7%, para luego mantenerla en ese nivel hasta el cierre de 2022. En 2023, esperamos recortes graduales de tasas, hasta cerrar en 5.5%, en línea con el descenso de la inflación y el enfriamiento de la economía.

Perú: Perspectivas del tipo de cambio

S/ por dólar



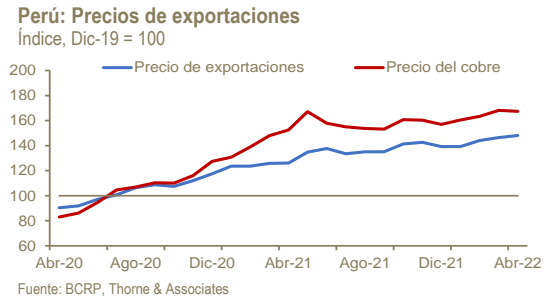
Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Entre octubre de 2021 y mayo de este año, el sol respecto al dólar se fortaleció de manera consistente: de un histórico S/ 4.1 a un S/ 3.6 por dólar. Las principales razones detrás de dicha apreciación habrían sido las siguientes: una creciente diferencial de tasas de interés en favor del sol, un incremento del precio del cobre y una disipación de la incertidumbre política local.



En primer lugar, se identificó una creciente diferencial de tasas de interés, originado a partir de la discrepancia entre la política monetaria del BCRP y la FED de Estados Unidos (EU). Mientras que el primero implementó paulatinas subidas de 50 pbs por mes entre setiembre de 2021 y abril de 2022 con el fin de combatir la creciente inflación, el segundo adoptó una postura pasiva durante el mismo período, y mantuvo su tasa prácticamente constante, por debajo de los 0.5 puntos porcentuales. De lo descrito, derivó en un mayor diferencial en favor del sol que habría atraído capitales y, en consecuencia, presionado a la baja al tipo de cambio.

Con respecto a la segunda razón, se observó un significativo incremento del precio de las exportaciones peruanas hasta abril de 2022, impulsado principalmente por el precio del cobre. Tal incremento habría estado en consonancia con la recuperación de la demanda internacional de cobre observada hasta el primer trimestre del año corriente. Así, la balanza comercial nominal habría sido impulsada durante el período bajo análisis, alcanzando una histórica suma acumulada de US\$ 16 mil millones en el año móvil terminado en abril de este año, acrecentando la oferta de dólares y reduciendo el tipo de cambio.



Finalmente, la disipación de la elevada incertidumbre política, observada en los primeros meses de la gestión del presidente Castillo, favoreció al fortalecimiento del tipo de cambio. Ello se debió a un menor riesgo de que el gobierno de Castillo realice cambios institucionales, específicamente el cambio a una nueva Constitución, debido a su rechazo por parte del bloque opositor del Congreso y la pérdida de popularidad del mandatario.

No obstante, tal fortalecimiento habría sido apenas transitorio: las condiciones iniciales cambiaron, tal que se observó una notoria depreciación cambiaria de 7.5% entre finales de mayo y setiembre, asociada, principalmente, a factores externos.

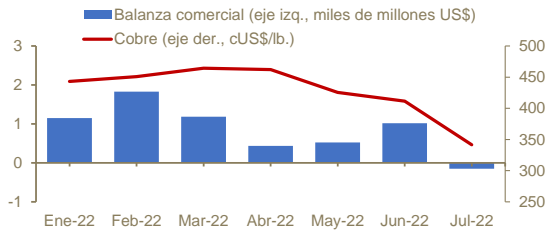
El inicio de una política monetaria contractiva por parte de la FED, a partir de marzo de 2022, habría explicado gran parte del debilitamiento del tipo de cambio. Tras haber adoptado una postura altamente expansiva, la entidad subió en 25 pbs su tasa de referencia en marzo y la intensificó con una subida de 50 pbs en mayo y tres más de 75 pbs en junio, julio y setiembre. Con ello el alto diferencial de tasas dejó de crecer a favor de la moneda nacional e implicó mayores incentivos para que los capitales se muevan hacia EU.

Estos últimos movimientos de la FED habrían generado también un aumento del costo de oportunidad de la inversión en activos y, en consecuencia, una contracción de la demanda por estos. Esto implicó en un financiamiento más escaso, una menor inversión y una desaceleración económica global. Sus implicancias para Perú se tradujeron en una fuerte corrección del precio del cobre, un

debilitamiento de la balanza comercial, que registró su primer déficit desde el inicio de la pandemia, y una menor entrada de dólares.

Perú: Balanza comercial nominal y precio del cobre

Como se indica



Fuente: BCRP, Thorne & Associates

Además, los elevados niveles de inflación y la política monetaria más restrictiva por parte de la FED y otros bancos centrales a nivel global implicaron un cada vez más palmario riesgo de recesión global. Esto se refleja en la curva invertida de los rendimientos de los bonos soberanos, indicador que se utiliza para anticipar las recesiones económicas. Este riesgo de recesión implica una menor demanda de activos riesgosos o, lo que es equivalente, una mayor demanda por activos seguros, en donde se destaca al dólar, lo que genera mayores presiones al alza sobre el tipo de cambio. En lo que va del año, el índice DXY, el cual mide el valor del dólar americano frente a una canasta de monedas, se ha apreciado alrededor de 17% y ha logrado su nivel más alto en 20 años.

Estados Unidos: Diferencia de rendimientos de bonos

Promedio móvil 3 años, índice 2010 = 100



Fuente: FED, Thorne & Associates

Ahora bien, a raíz de la reciente depreciación del tipo de cambio, cabe preguntarse si ello continuará hacia adelante o se revertirá. Nuestro nuevo escenario base revisa al alza el tipo de cambio, de S/ 3.9 a S/ 4 por dólar al cierre de 2022 y de S/ 4.1 a S/ 4.2 por dólar al cierre de 2023. Aunque estas proyecciones

podrían estar afectadas a la volatilidad que presenta el tipo de cambio, tres factores nos llevarían a considerar que su tendencia alcista se mantendría hasta 2023.

En primer lugar, el fortalecimiento del dólar estadounidense se mantendría. Esto se debe a que, tomando en cuenta las últimas proyecciones de la FED y sus dos reuniones restantes este año, subiría su tasa de interés en 75 pbs en noviembre y 50 pbs en diciembre, del rango actual de 3%-3.25% hasta 4.25%-4.5%, y en 25 pbs durante 2023, hasta el rango de 4.5%-4.75%, el máximo desde 2007. Cabe resaltar que, si bien la inflación todavía se encuentra en niveles altos, el riesgo de mayores no queda claro. En efecto, mayores sorpresas en los datos de la inflación subyacente en los próximos meses, como se observó en setiembre, presionarían a la FED a aplicar una política monetaria más contractiva. Sin embargo, dado el cumplimiento de su mandato dual, de estabilidad de precios y máximo empleo, su postura podría ocasionar también el anticipo de una recesión económica, de manera que ocasione un mayor impacto al esperado sobre el mercado laboral de EU y tenga que moderarse o incluso tomar una postura expansiva.

Sumado a esto, el escalamiento del conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania también contribuiría al fortalecimiento del dólar, al ser considerada como un activo refugio. El último viernes 30 de setiembre, el presidente de Rusia, Vladimir Putin, anunció la anexión forzosa de cuatro regiones del territorio de Ucrania. Esta decisión ha sido representada como la más grave desde el inicio de la guerra, según el secretario general de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), y ha generado que EU imponga más sanciones sobre el país soviético. Así, lejos de llegar a un acuerdo, la incertidumbre en torno a este conflicto se mantendría latente y podría empeorar de haber una mayor intensificación.

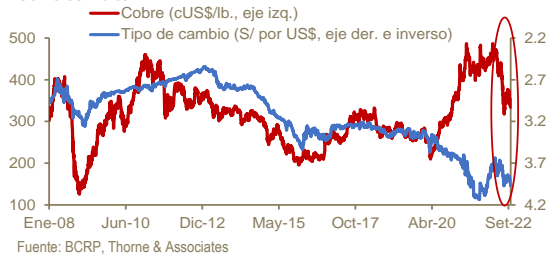
En segundo lugar, el precio del cobre continuaría corrigiéndose a la baja.

Proyectamos que el precio del cobre baje de cUS\$/lb. 422 en 2021 a cUS\$/lb. 397 en 2022 y cUS\$/lb. 350 en 2023. Ello se explicaría por la menor demanda de cobre ante las menores perspectivas de la economía global, principalmente de China, EU y la Zona Euro, y por el fortalecimiento del dólar ante la mayor incertidumbre ocasionada por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Además, aunque la relación negativa histórica que había entre el precio del cobre y tipo de cambio (correlación negativa de 77% entre 2002 y 2019) se perdió durante 2020 y 2021 por el inicio de la pandemia y las elecciones presidenciales, en los últimos meses se ha vuelto a recuperar. Por ejemplo, entre 2020 y 2021, pese a que el precio del cobre subió en 57.6%, el tipo de cambio se debilitó en 20.5%; sin embargo, desde finales de mayo a la fecha, el precio del cobre cayó alrededor de 19.5% mientras que el tipo de cambio se depreció 7.5%.

En un contexto donde la FED plantea que su tasa de interés cierre en el rango 4.25%-4.5% en 2022 y 4.5%-4.75% en 2023, el banco central peruano no tendría espacio para realizar mayores subidas de tasas e, incluso, esperamos que la empiece a bajar de manera gradual a partir de 2023. En su última reunión, la entidad monetaria disminuyó la intensidad con la que venía subiendo su tasa de interés, de 50 pbs en los últimos 12 meses a 25 pbs en setiembre. Además, si bien reafirmó su compromiso “de adoptar las medidas necesarias para asegurar el retorno de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección”, las últimas declaraciones de su presidente Julio Velarde, de que “probablemente no sea necesario aumentar mucho más la tasa de interés de referencia”, indicaría que el ciclo de ajuste monetario estaría llegando a su fin.

Perú: Relación tipo de cambio y precio del cobre

Como se indica

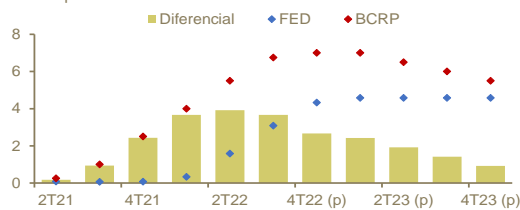


Por último, el favorable diferencial de tasas de interés observado desde el año pasado continuaría diluyéndose, a medida que la FED continúe implementando mayores subidas de su tasa y el BCRP no tenga espacio para elevar más su tasa de referencia, lo que implicaría menores incentivo para la entrada de capitales.

Lo anterior estaría en línea con nuestro modelamiento de la tasa de referencia usando la Regla de Taylor, la cual prevé una ligera subida de tasas hacia fines del año para luego descender de manera gradual en 2023. Así, anticipamos que el BCRP realice un último ajuste de 25 pbs en su reunión de octubre, hasta 7%, para luego bajarla de manera gradual en 2023 hasta 5.5%, consistente con nuestra proyección de la inflación de 7.6% y 3.6% al cierre de 2022 y 2023 (retornaría a su rango meta en 2024), respectivamente, y la desaceleración económica. Aunque nuestro modelamiento no incluye al tipo de cambio real, nuestra perspectiva de recortes de tasas en 2023 significa que el BCRP buscaría dejar flotar el tipo de cambio el siguiente año para ganar la competitividad perdida desde 2021 (apreciación de 12.8% en los últimos 12 meses), y así darle un impulso a la actividad.

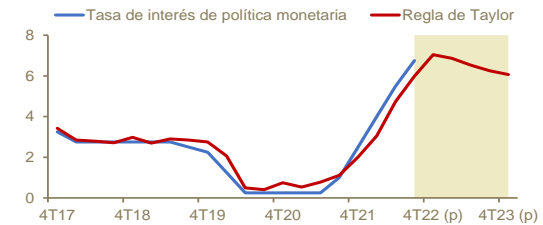
Perú: Diferencial de tasas de interés respecto de la FED ¹

Puntos porcentuales



Perú: Tasa de política monetaria y regla de Taylor

%



Por último, un hecho reciente a destacar es el resultado de las Elecciones Regionales y Municipales del dos de octubre 2022. Aunque todavía quedan actas por contabilizar por parte de la Oficina Nacional de Procesos Electorales (ONPE), la tendencia resulta clara: los partidos oficialistas de izquierda como Perú Libre, quien llevó a Pedro Castillo a la presidencia, y Juntos por el Perú, así como algunos del bloque opositor del Congreso, como Fuerza Popular, no obtendrían ningún gobierno regional, ni provincial o distrital por el momento. Aunque el partido opositor, Renovación Popular, logró la alcaldía de la capital, los grandes ganadores serían los partidos locales desconocidos y, en algunas regiones, Alianza para el Progreso y Somos Perú, partidos no afines al gobierno ni oposición. Ello sería reflejo del rápido deterioro de la aprobación tanto del Ejecutivo como Legislativo desde julio de 2021.

¿Qué significa ello para la crisis política actual? Por el lado de la oposición, esperamos que siga debilitado y fraccionado, como lo explicamos en nuestro reporte mensual de setiembre, por lo que le será difícil conseguir los 87 votos necesarios para la vacancia presidencial. Por el lado del gobierno, resulta evidente la pérdida de apoyo de la ciudadanía, pese a que sus indicadores de aprobación lograron mejorar ligeramente en los últimos meses. Ello implicaría que Castillo no tendría la capacidad de movilizar a la población en un escenario de radicalización ante el avance de las investigaciones por parte de la Fiscalía. Además, refuerza el hecho de que el riesgo de una convocatoria a una Asamblea Constituyente es bajo. Aunque por el momento la crisis política no ha afectado en gran magnitud al tipo de cambio, de llevarse a cabo el escenario de un adelanto de elecciones generales podría cambiar ello.

En octubre, la inflación cedería tras repuntar en setiembre. El próximo 1 de octubre, el INEI publicará el dato de la inflación de Lima Metropolitana de setiembre, en donde proyectamos incremento de 8.2%

interanual, luego de que en el mes pasado se interrumpiera su tendencia a la baja y subiera 8.5%. Esperamos que los rubros más volátiles, como los alimentos y combustibles, continúen desacelerando, en un contexto de fuerte corrección de los precios de las materias primas. Sin embargo, otros rubros de menor volatilidad, como Restaurantes y Hoteles, y Bienes y Servicios continuarían con su tendencia al alza.

Por su parte, las expectativas macroeconómicas de los agentes empresariales observarían una ligera mejora en setiembre. Las expectativas de la economía a 3 meses pasarían de 35.6 en agosto a 36 en setiembre. Las órdenes de compra con respecto al mes anterior subirían de 44.2 a 44.5 y los inventarios con respecto al mes anterior bajarían de 41.8 a 41.5 en el mismo periodo. Sin embargo, la mayoría de los indicadores se mantendrían por debajo de su nivel neutral de 50.

Por último, el INEI publicará el dato de la producción de la economía de agosto de 2022 el próximo 15 de octubre. Proyectamos un crecimiento preliminar de 1.7% en términos anuales, ligeramente superior al 1.4% observado en julio. La producción del mes estaría apoyada por el avance de los sectores comercio y servicios, así como el mayor crecimiento del sector construcción. Sin embargo, sería compensado por la contracción de los sectores pesca, minería metálica e hidrocarburos, de -14.8%, -4.2% y -10.4% respectivamente. En términos desestacionalizados, estimamos un crecimiento de 1% respecto al mes previo.

*El texto, data, información, imágenes y otros materiales contenidos en el presente correo o en cualquier producto, servicio, reporte o página web de propiedad de Thorne & Asociados S.A.C. ("Thorne & Asociados") constituye posesión de propiedad intelectual. Ningún material de ninguna parte del presente correo podrá ser transmitido, difundido, transferido, asignado, reproducido, o utilizado de alguna otra manera o diseminado en cualquier forma a ninguna persona o entidad, sin el consentimiento explícito y por escrito de Thorne & Asociados. Todas las reproducciones no autorizadas o cualquier otro uso se considerarán como infracción(es) deliberada(s) de copyright y cualquier otra propiedad intelectual, derechos

de propiedad, incluyendo más no limitándose a derechos de privacidad de Thorne & Asociados. Thorne & Asociados expresamente se reserva todos los derechos de propiedad intelectual, incluyendo, pero no limitándose, el derecho de bloquear la transferencia de sus productos y servicios y/o hacerle seguimiento a los mismos, utilizando tecnología de seguimiento electrónico, así como cualquier otra forma lícita de hacerlo conocidos o por desarrollarse en el futuro. Thorne & Asociados se reserva el derecho, sin previo aviso, de utilizar todas las medidas de la ley para sancionar penal o civilmente la violación de sus derechos. Mientras Thorne & Asociados usará sus mejores esfuerzos comerciales para entregar información veraz a sus clientes, Thorne & Asociados no podrá garantizar la veracidad, precisión, relevancia y/o integridad de la información usada respecto a ello. Alguna de la información contenida en este correo podrá haber sido obtenida de otras fuentes y Thorne & Asociados no emite ninguna garantía de representación, implícita o expresa, con respecto a dicha información (o los resultados que se obtengan del mismo), y expresamente, renuncia a todas las garantías de originalidad, precisión, integridad, comerciabilidad o idoneidad para un propósito particular respecto a dicha información. Sin limitación alguna de lo anterior, en ningún caso Thorne & Asociados, o sus afiliadas o cualquier tercera parte envuelta o relacionada con el cumplimiento, informática o creación de la data será responsable por la pérdida o daño de ninguna naturaleza, incluyendo pero no limitándose a cualquier daño directo, indirecto o consecuencial, incluso si expresamente exista la posibilidad de dicho daño, que pueda surgir por el uso, del contenido de la información proveniente de este correo o cualquier error, omisión o imprecisiones en relación con los mismos.

Publicación de datos y proyecciones

Del 3 de octubre al 1 de noviembre

| | | | | |
|--------|--|--------|--------|--------------|
| Jue | Confianza empresarial (50=neutral) | Jul-22 | Ago-22 | Set-22 |
| 06-oct | Expectativas de la economía a 3 meses | 34.3 | 35.6 | <u>36.0</u> |
| | Órdenes de compra con respecto al mes anterior | 46.0 | 44.2 | <u>44.5</u> |
| | Inventarios con respecto al mes anterior | 45.0 | 41.8 | <u>41.5</u> |
| Jue | Balanza comercial (% a/a, real) | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 |
| 13-oct | Exportaciones | 18.1 | -7.4 | <u>-7.1</u> |
| | Importaciones | 5.1 | 3.3 | <u>2.9</u> |
| | Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real) | Jul-22 | Ago-22 | Set-22 |
| | Ingresos corrientes | -2.2 | -17.7 | <u>-13.8</u> |
| | Gastos no financieros | 7.7 | 8.5 | <u>-14.2</u> |
| Sáb | Producto Bruto Interno Mensual | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 |
| 15-oct | PBI (% a/a, real) | 3.4 | 1.4 | <u>1.7</u> |
| | PBI (% m/m, real, desestacionalizado) | 0.7 | -0.8 | <u>1.0</u> |
| Jue | Crédito al sector privado (% a/a) | Jul-22 | Ago-22 | Set-22 |
| 27-oct | Total | 8.4 | 8.4 | <u>8.8</u> |
| | A empresas | 3.8 | 3.5 | <u>3.8</u> |
| Mar | Índice de precios al consumidor (% a/a) | Ago-22 | Set-22 | Oct-22 |
| 01-nov | Inflación - Lima Metropolitana | 8.40 | 8.53 | <u>8.22</u> |

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.

Revisión de datos del mes pasado

| | | | | | |
|--------|--|--------|--------|-------------|--------|
| Lun | Confianza empresarial (50=neutral) | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 | Actual |
| 12-set | Expectativas de la economía a 3 meses | 34.1 | 34.3 | <u>36.0</u> | 35.6 |
| | Órdenes de compra con respecto al mes anterior | 45.1 | 46.0 | <u>46.8</u> | 44.2 |
| | Inventarios con respecto al mes anterior | 51.9 | 45.0 | <u>43.5</u> | 41.8 |
| Jue | Balanza comercial (% a/a, real) | May-22 | Jun-22 | Jul-22 | Actual |
| 15-set | Exportaciones | -3.8 | 18.1 | <u>1.4</u> | -7.4 |
| | Importaciones | -6.8 | 5.1 | <u>5.6</u> | 3.3 |
| | Operaciones del Sector Público No Financiero (% a/a, real) | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 | Actual |
| | Ingresos corrientes | 4.9 | -2.2 | <u>-8.7</u> | -17.7 |
| | Gastos no financieros | -0.9 | 7.7 | <u>4.1</u> | 8.5 |
| | Producto Bruto Interno Mensual | May-22 | Jun-22 | Jul-22 | Actual |
| | PBI (% a/a, real) | 2.5 | 3.4 | <u>2.1</u> | 1.4 |
| | PBI (% m/m, real, desestacionalizado) | 1.9 | 0.7 | <u>-0.7</u> | -0.8 |
| Vie | Crédito al sector privado (% a/a) | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 | Actual |
| 23-set | Total | 8.2 | 8.4 | <u>8.9</u> | 8.4 |
| | A empresas | 3.8 | 3.8 | <u>5.4</u> | 3.5 |
| Lun | Índice de precios al consumidor (% a/a) | Jul-22 | Ago-22 | Set-22 | Actual |
| 01-oct | Inflación - Lima Metropolitana | 8.74 | 8.40 | <u>8.42</u> | 8.53 |

Fuentes: INEI, BCRP, estimaciones propias.