

## PERSPECTIVAS Macroeconómicas

Informe preparado por: el área de Economía y Finanzas como parte del Servicio de Asesoría en Economía y Finanzas de GERENS



# 2015, por debajo de lo esperado; 2016, poco prometedor

*El crecimiento del PBI en el 2015 se ubicaría en 2,8%. Para el 2016 se espera un crecimiento de 3,2% apoyado por el crecimiento del sector minería. Pero habría poca dinámica en las expectativas y la inversión, por lo menos hasta después de junio 2016. Además, un bajo crecimiento de la región Latinoamérica implicaría un choque importante para las exportaciones peruanas.*

## Crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) 2015

La economía peruana, en el mes de octubre, tuvo un crecimiento de 3,01% de acuerdo al Índice Mensual de la Producción Nacional, publicado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) el 15 de diciembre. Este comportamiento se debió al avance del sector minería (15,8%), sector comercio (4,03%), y al gasto de inversión del Gobierno Central, que después de fuertes caídas en julio (-21,6%) y agosto (-14,9%) mostró una recuperación en setiembre (20,1%) y octubre (45,2%).

Estos avances fueron contrarrestados por las caídas en el sector hidrocarburos (-11,5%), sector manufactura (-3,37%) y sector construcción (-1,26%). Con estos resultados la evolución del PBI en los 10 meses del 2015 se ubica en torno a 2,62%.

La tasa del PBI desestacionalizado<sup>1</sup>, que muestra cuál es la tendencia de la economía sin ruido estacional, se ubica en 2,5% en octubre. Esto significa que si la economía se mantuviera sin cambios, la actividad económica desestacionalizada crecería 2,5% en el 2015.

Con la información disponible, se espera que el crecimiento del PBI para el año 2015 se ubique cercano al 2,8%. Esto debido a que hay pocos indicios de que exista una mejora en la inversión privada, de acuerdo a los desalentadores datos de expectativas empresariales, importaciones de bienes de capital, y consumo interno de cemento. Esta proyección del PBI asume que el cuarto trimestre del 2015 será decisivo, con un crecimiento esperado de 3%, en especial el mes de diciembre, en el que se proyecta una variación de la actividad económica de 4%, gracias a que la minería viene recuperando su producción de cobre (en setiembre creció 44,6%) y a que el inicio de la segunda temporada de pesca arrancó a mediados de noviembre, lo que resultaría sumamente significativo si se toma en cuenta que la minería metálica y pesca cayeron en diciembre del 2014 (-7.7% y -65.8%, respectivamente).

La encuesta de noviembre sobre expectativas del crecimiento del PBI realizada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) a analistas económicos, registró un crecimiento esperado de la actividad económica para el 2015 de 2,8% y para el 2016 se corrigió a la baja de 3,5% a 3,2%.

## Perú dentro del contexto Latinoamericano

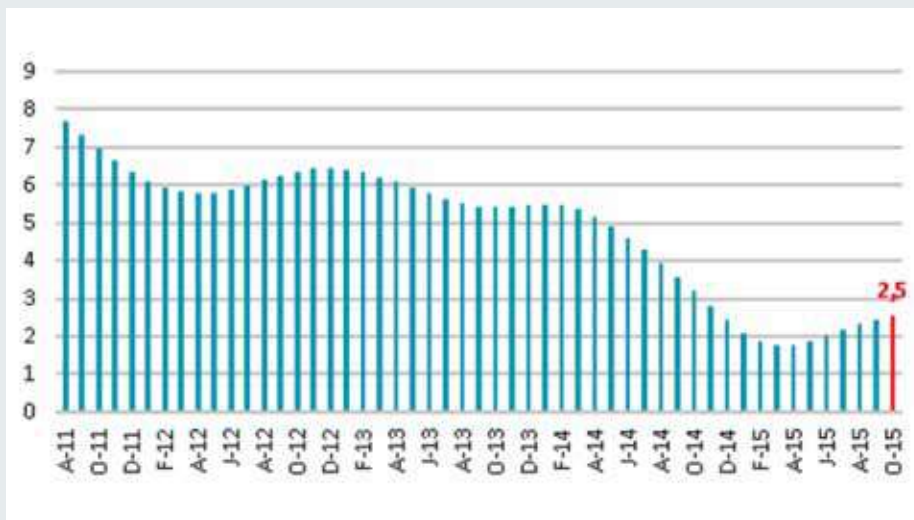
El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su reporte World Economic Outlook de octubre, presentó proyecciones para Perú de 2,4% para el 2015 y 3,3% para el 2016, muy por debajo de las expectativas de la encuesta del BCRP. No obstante, como se aprecia en el gráfico 4, el FMI proyecta que Perú tendrá una performance superior al de los países vecinos: México, Colombia, Chile y Brasil.

Al respecto, es importante resaltar la relevancia de Latinoamérica y el Caribe (LAC), como grupo, para la economía peruana. Al 2014, del total de expor-

<sup>1</sup> Representa el promedio móvil de los últimos 12 meses.

Gráfico 1

PBI - Tasa Desestacionalizada (12 meses promedio móvil, var. % anual)



Cálculo: Desestacionalizado X12

18

taciones de bienes de Perú, China recibió 18,3% y EE.UU., 16,0%; mientras que la región LAC -en conjunto- recibió 22,3%. LAC representa, en dólares, 22% más que el monto que se recibe de China y 39% más que el de EE.UU. Cabe recalcar que LAC recibió 40,4% de las exportaciones no tradicionales, mientras que EE.UU. compró 24,6%, y China solo 4,0%. Por el contrario, en el caso de las exportaciones tradicionales, la región LAC solo recibió 14,4%, mientras que China captó el 24,5%, y EE.UU. el 12,3%.

Por tanto, un bajo crecimiento de la región LAC implica un choque significativo para las exportaciones peruanas, y más importante aún, un impacto negativo para las industrias no primarias.

El FMI espera que la región LAC muestre un retroceso en el 2015 de 0,3% y tenga un crecimiento muy débil de 0,8% en el 2016, impactada especialmente por los menores precios de materias primas como petróleo, cobre, y oro.

En particular se proyecta que el PBI de Brasil de crezca 3% en el 2015 y 1% en el 2016. A eso se suma que Brasil perdió su grado de inversión, debido a la rebaja en la clasificación por parte de Fitch el miércoles 16 de diciembre. Esto se explicaría por el agotamiento de la política económica que ha generado pobres resultados macroeconómicos, y además por una marcada incertidumbre política. Brasil es el típico ejemplo de un país grande que emite deuda para financiar gastos por encima del ingreso disponible, debido a la necesidad de ejecutar programas sociales que alivien

Brasil es el típico ejemplo de un país grande que emite deuda para financiar gastos por encima del ingreso disponible.

sus ventas al resto del mundo. No obstante, Chile tiene pendiente una agenda social intensa para seguir siendo considerado país de ingreso medio, miembro de la OECD. Dos de los temas que lo aquejan hoy son el modelo educativo que privilegia el acceso de los sectores más pudientes a institutos y universidades de prestigio; y el esquema de pensiones que se ha convertido en una fuente de gasto público (0,2% del PBI anual).

Colombia, de otro lado, crecería 2,4% y 2,8% en el 2015 y 2016, respectivamente. Esta caída en sus estimaciones de crecimiento se explica -en parte- por el menor precio del petróleo, uno de sus principales productos exportables y fuente de sus ingresos fiscales;

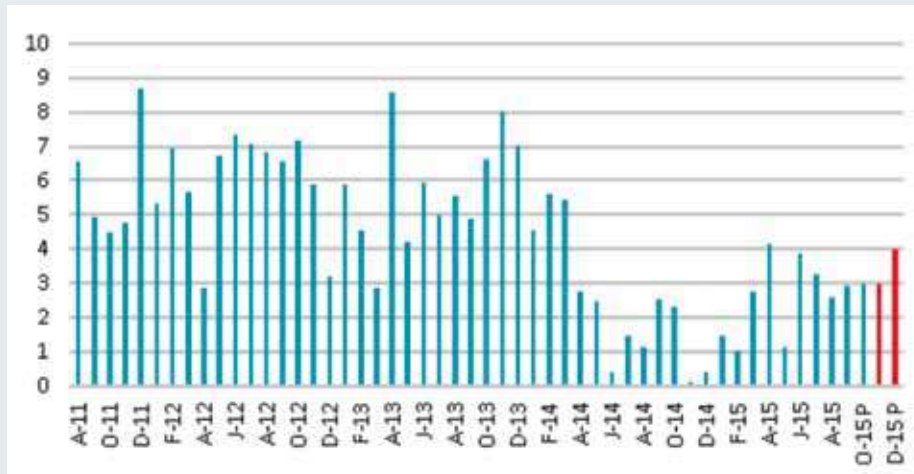
pero la ligera recuperación para el siguiente año se cimentaría si se lograra un verdadero acuerdo con las FARC, que le permita usar de mejor manera los recursos que destina ahora a la defensa interna. A la fecha, es el único país de la región que para enfrentar un conflicto armado interno destina el 6,5% de su PBI.

México mostraría un comportamiento similar al de Colombia, con una tasa de 2,3% en el 2015 y 2,8% en el 2016. La evolución de la economía mexicana -cuyos principales productos de exportación son el petróleo y los automóviles- se encuentra íntimamente impactada por lo que suceda en EE.UU. Por ello se proyecta una lenta recuperación de su actividad económica, debido a una mayor demanda de los consumidores estadounidenses que compensaría la caída en el precio del petróleo. Sin embargo, México tiene que enfrentar la dureza del narcotrá-

la pobreza. Pero frente a una contracción de sus exportaciones, o de la inversión extranjera, ello ha generado déficits y tasas de inflación mayores, que han afectado negativamente el crecimiento económico.

Por su parte, la actividad económica de Chile aumentaría ligeramente por encima del 2% en ambos años analizados, mostrando una tasa de crecimiento moderada a causa de la reducción en el precio de su principal producto de exportación, el cobre, que representa el 50% del total de todas

**Gráfico 2**  
Índice Mensual de la Producción Nacional (Var. % anual)



Fuente: BCRP, INEI Setiembre 2015, P=Proyección

fico -cuyo dinero ilícito representaría 1.6% del PBI- y el alto grado de informalidad de su economía.

## Proyecciones de Perú para el 2016

Para el 2016 se espera un crecimiento de 3,2% apoyado por el crecimiento del sector minería. Pero habría poca dinámica desde el lado de las expectativas y la inversión, por lo menos hasta después de junio, por lo que el primer semestre del 2016 podría mostrar un crecimiento en torno a 2,5%, para luego ubicarse alrededor de 3,8% ante la mejora de la inversión privada por mejores expectativas.

Además se espera que para el segundo semestre del 2016 los gobiernos subnacionales (regionales y locales) ya hayan consolidado su aprendizaje de gestión y ejecución, y se empiece a ver sus aportes positivos al crecimiento de la inversión pública, lo que ayudaría al crecimiento del sector construcción. Sin embargo, de parte del gobierno nacional,

se requerirá que los grandes proyectos de infraestructura no se sigan postergando, o demorando, o que finalmente queden a la discrecionalidad del siguiente gobierno. Y por el lado de los fenómenos naturales, se prevé un impacto moderado del Fenómeno del Niño.

La preocupación del mercado va más allá del 2016, y se centra en el mediano plazo. La gran pregunta es si el Perú volverá a atraer grandes inversiones que tengan un impacto en el PBI que conduzcan a un crecimiento por encima del 4% del 2017 hacia adelante.

## Expectativas empresariales

Por el lado de la inversión privada las cifras continúan siendo desalentadoras. Por ejemplo, a octubre los indicadores continuaron sin mejoras, el consumo interno de cemento mostró un crecimiento pobre de 0,05%, luego de una caída en setiembre (-0.9%), la sexta caída consecutiva. De igual modo, en octubre, los despachos nacionales de cemento bajaron por décima vez (-0,5%), las importaciones de bienes de capital y materiales para la construcción evidenciaron su novena caída en el año (-6,95%); las importaciones de materias primas y productos intermedios continuaron con tasas negativas (-19.64%), y las ventas de vehículos ligeros volvieron a bajar por tercer mes (-8.46%). Por otro lado, las exportaciones totales registraron en octubre (-13,49%), su décima caída en lo que va del año.

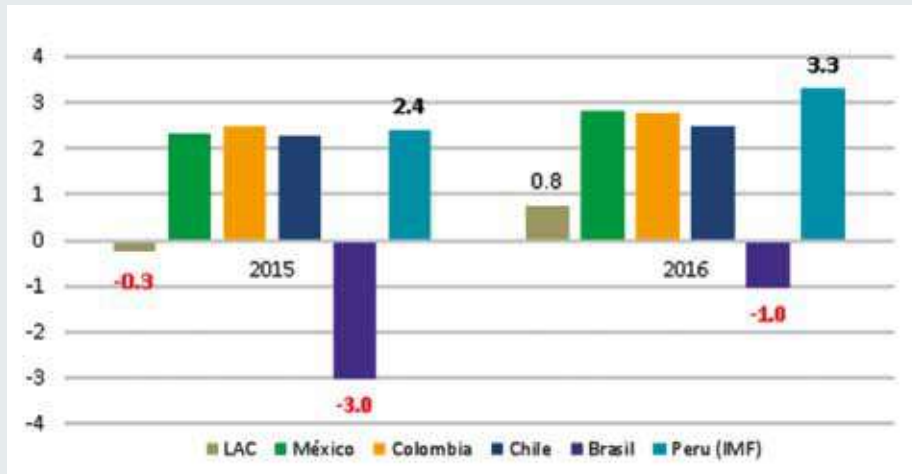
La confianza y las expectativas empresariales se han visto fuertemente afectadas por el contexto económico internacional, específicamente por la desaceleración de China que impacta negativamente sobre el precio de los metales de exportación como el cobre; por la rápida depreciación del tipo de cambio; y localmente por los vaivenes políticos, la pobre institucionalidad, y los conflictos sociales que continúan bloqueando potenciales proyectos de

**Gráfico 3**  
Expectativas de Crecimiento para el 2015



Fuente: BCRP, Noviembre 2015, Encuesta a Analistas Económicos

**Gráfico 4**  
FMI: Crecimiento Económico



Fuente: FMI WEO Octubre 2015

inversión minera.

Tales expectativas - para muchos - solo empezarían a mejorar una vez que se sepa quién será el nuevo Presidente de la República en el 2016 y lo que el nuevo gobierno piense hacer a partir de julio del 2016. Como puede apreciarse en el gráfico N° 5, las expectativas de los empresarios también se deterioraron en abril 2011, en los meses previos a las elecciones presidenciales, para tomar luego una postura neutral en julio y agosto, retomando su impulso a partir de setiembre del mismo año. Extrapolando este análisis hacia el 2016, deberíamos esperar un deterioro de las expectativas hasta mayo, y una mejora desde setiembre 2016, lo que solo dejaría el cuarto trimestre para apoyar el crecimiento el próximo año 2016.

20

## Tasas de interés

El BCRP, en su afán por cumplir su función de mantener la estabilidad de los precios y financiera, decidió elevar en setiembre su tasa de interés de referencia de 3,25% a 3,50%; luego que la inflación alcanzara 4,04% en agosto y la depreciación del sol 9,3% entre el 1 de enero y el 30 de agosto. Al momento de redactar este reporte la inflación de noviembre se ubicó en 4,17%, por encima del ran-

go meta del BCR de [1% - 3%] y de la tasa de interés de referencia, la que fue nuevamente elevada en diciembre por el BCRP a 3,75%, lo que resulta en una tasa de interés real del BCRP (tasa de interés de referencia menos tasa de inflación) de -0,42%.

El BCRP ha tenido un comportamiento altamente prudente y saludable al no solo considerar la inflación para su política monetaria sino también la evolución del crecimiento económico. Así, el BCRP elevó la tasa de referencia a 3,5%, en

medio de una inflación de casi 1% por encima del rango meta (1% a 3%).

Si bien un incremento de la tasa de interés puede verse como una medida restrictiva, lo cierto es que frente a una inflación de 4%, y a una rápida depreciación del sol, la que entre el 31 de diciembre del 2014 y el 1 de diciembre del 2015 fue de 13,19% -y a una mayor dolarización de la liquidez del sector privado (de 33,4% en octubre 2014 a 38,1% en octubre 2015) y de los depósitos del sector privado (de 40,7% en octubre 2014 a 46,4% en octubre 2015), fuerza a medidas que apoyen al ahorro en soles y a la demanda por instrumentos financieros en soles.

## Presupuesto Público

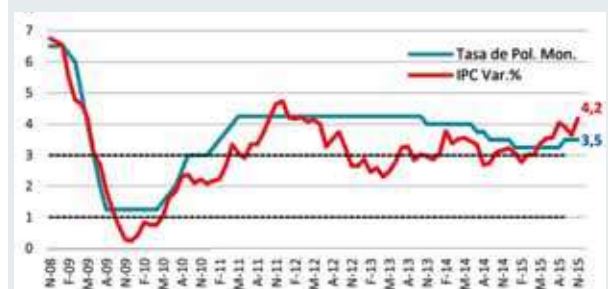
Uno de los resultados más destacados por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha sido que hemos vivido una década de superávits fiscales. Eso, sin embargo, es parcialmente correcto. Veamos por qué: con datos del BCRP, si se toma los promedios del Resultado Fiscal y del PBI Nominal para el periodo 2003-2013 y el cociente Resultado Fiscal / PBI Nominal, se obtiene 0,98% de superávit fiscal como porcentaje del PBI, y allí el MEF

**Gráfico 5**  
Expectativas de de la economía a 3 meses



Fuente: BCRP, Noviembre 2015

**Gráfico 6**  
Tasa de Política Monetaria vs. Inflación



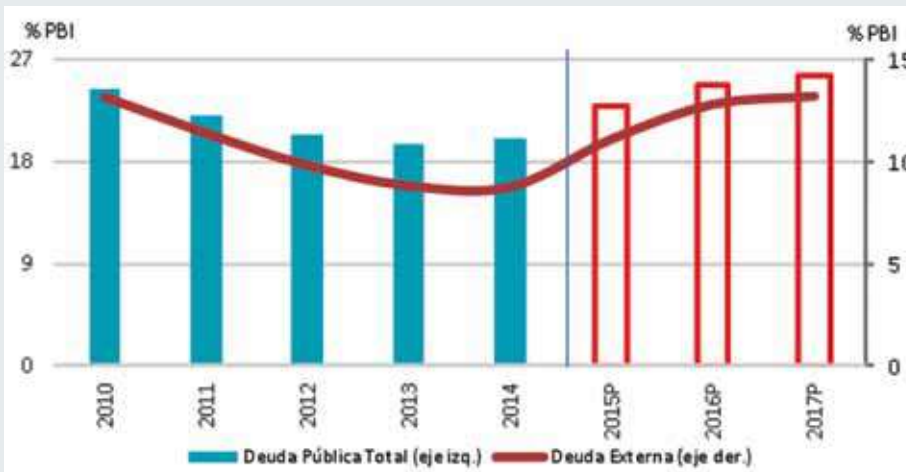
Fuente: BCRP, INEI

**Gráfico 7**  
**Resultado Fiscal y Precio del Cobre**



Fuente: BCRP, MEF Agosto 2015

**Gráfico 8**  
**Deuda Pública: Total y externa (% del PIB)**



Fuente: BCRP, MEF Agosto 2015

está en lo correcto. Nuevamente, si se hace el mismo ejercicio para el periodo 2001-2014 se obtiene un superávit fiscal de 0,56%, y allí el MEF también está en lo correcto. Pero, si ahora solo se hace lo más simple, miramos la gráfica N° 7 y contamos las barras rojas, entre el 2001 y 2014 tenemos ocho periodos en déficit fiscal y solo seis de superávit fiscales.

En los últimos 15 años solo hemos tenido seis periodos de superávit fiscal, y de acuerdo al Marco Macroeconómico Multianual publicado por el MEF en Agosto 2015, se esperan déficits fiscales como porcentajes del PIB de -2,7% para el 2015, y de -3% para 2016, y así hasta el 2018.

Los factores que explican el mayor déficit fiscal son la menor recaudación debido a la desaceleración económica del 2014-2015, la caída de los precios de los metales de exportación -en especial cobre y oro- y la necesidad del gobierno de financiar

los grandes proyectos de infraestructura que tiene en cartera. Esta urgencia de financiamiento implica que - a falta de recursos internos - el gobierno debe salir a endeudarse en los mercados internacionales, y en un periodo de severa depreciación del sol, se ve forzado a emitir deuda en moneda extranjera.

Sin embargo, en este contexto, la otra variable macroeconómica que está deteriorándose es la capacidad de pago de la deuda pública. Dos ratios en los que se puede apreciar la capacidad de pago y su respectivo deterioro son: por el lado de la desaceleración del producto, el ratio Deuda Pública / PIB, y por el lado de la recaudación, el ratio Deuda Pública / Ingresos Fiscales.

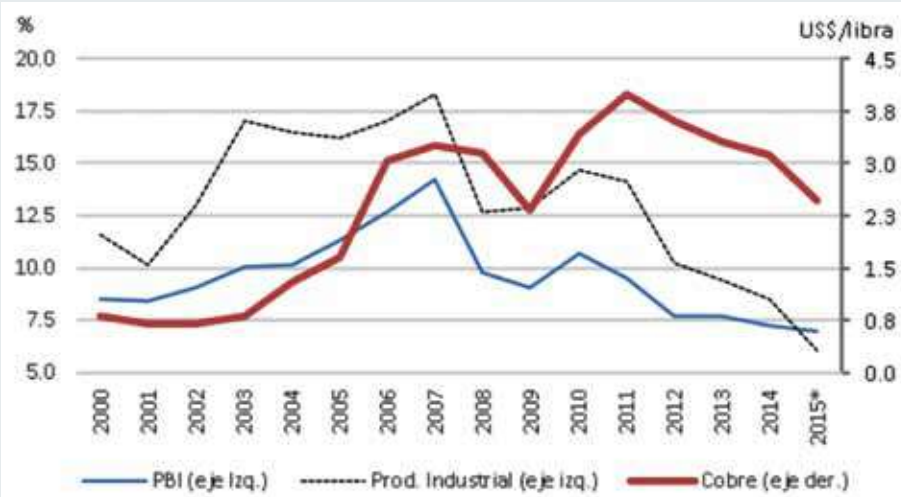
El ratio deuda/ingresos, de manera simple representa el indicador que se relaciona con la capacidad de pago de cualquier persona, empresa o país. Además, dado que la deuda pública está compuesta por soles y Moneda Extranjera, en un entorno de severa depreciación del sol, la deuda pública

en dólares (convertida a soles) se ha visto incrementada, deteriorándose aún más los ratios Deuda Pública / PIB y Deuda Pública / Ingresos Fiscales. Así, el MEF proyecta un crecimiento de la deuda pública /PIB de 19,6% en el 2013, a 25,5% en el 2017; mientras que la deuda externa/PIB pasaría de 8,8% a 13,2%, en el mismo periodo de análisis.

## Riesgos

- El futuro de la economía de China** continúa siendo la pregunta en diversos foros, dada su condición de gran importador de cobre y debido al impacto que la desaceleración china tendría sobre los mercados financieros; esto ya ocurrió en agosto último con la caída de la bolsa china que repercutió en todos los mercados bursátiles del mundo; sumado a la devaluación del yuan por parte del gobierno chino que im-

**Gráfico 9**  
China (PBI y Prod Industrial) vs. Precio del Cobre



factó negativamente sobre el tipo de cambio de las monedas de Latinoamérica.

China en el 2014 representó el 44% de la demanda mundial de cobre refinado, siendo la Unión Europea - como grupo - el segundo más importante demandante de cobre en el mundo, seguida por EE.UU. Es importante resaltar que el sector que más demanda intensivamente cobre en China es el sector industrial, el que actualmente viene desacelerándose más rápido que el PBI total chino, como se muestra en el gráfico N° 9, donde se puede apreciar que la producción industrial china crece actualmente por debajo del PBI.

En nuestro país, las compras chinas de cobre

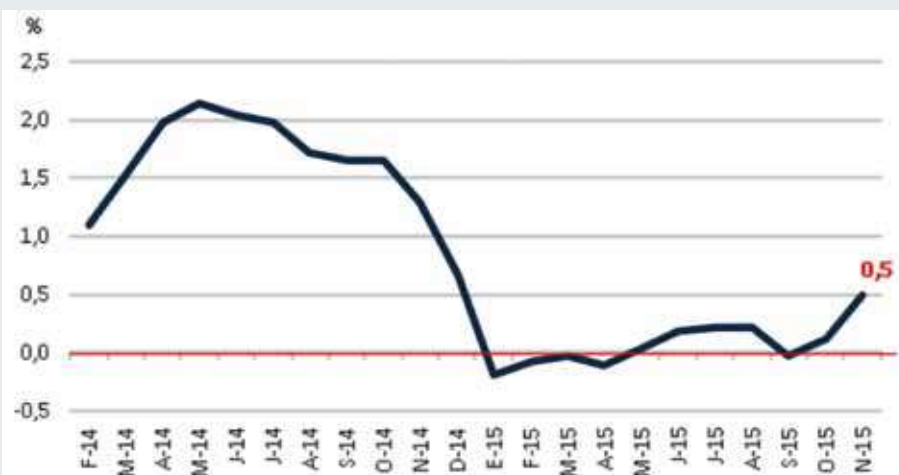
tiene hasta noviembre por parte del Comité Multisectorial - encargado del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN) - indica que se mantiene el estado de Alerta, debido al evento El Niño de magnitud fuerte que se viene desarrollando en la costa peruana con temperaturas por encima de lo normal. Sin embargo, en la costa no se esperan lluvias intensas durante noviembre y diciembre, con excepción de Tumbes y el norte de Piura, donde podrían presentarse, esporádicamente, a partir de la segunda quincena de noviembre. Por otro lado, no se descarta que ocurran algunas lluvias de menor intensidad esporádicas en la parte baja de Piura en el mes de diciembre. La probabilidad estimada de que el evento El Niño Costero sea fuerte o extraordinario en el verano 2015-2016 es 50%. Los sectores que se verían más afectados serían la agricultura y la pesca.

Entre los efectos macroeconómicos de un Fenómeno del Niño fuerte o "extraordinario" debe considerarse el impacto negativo sobre la producción de los sectores agrícola, agroindustrial y pesquero. Esto, a su vez impactaría negativamente sobre sus respectivas exportaciones, la balanza comercial, la cuenta corriente, y en una mayor

Es importante resaltar que el sector que más demanda intensivamente cobre en China es el sector industrial.

ocurrir algunas lluvias de menor intensidad esporádicas en la parte baja de Piura en el mes de diciembre. La probabilidad estimada de que el evento El Niño Costero sea fuerte o extraordinario en el verano 2015-2016 es 50%. Los sectores que se verían más afectados serían la agricultura y la pesca.

**Gráfico 10**  
EE.UU.: Inflación del IPC (Var. % anual)



Fuente: Bureau of Labor Statistics

**Gráfico 11**  
EE.UU.: Tasa de Desempleo U-6



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Noviembre 2015

depreciación del tipo de cambio ante los menores ingresos de divisas por menores exportaciones. Este es un tema que debe monitorearse cercanamente para medir el verdadero impacto sobre las cuentas fiscales y los indicadores macroeconómicos.

- c) El **incremento de las tasas de interés en los EE.UU.** el 16 de diciembre, para fijarlo en el rango de 0,25% a 0,50%, luego de permanecer en el rango de 0% a 0,25% desde el 16 de diciembre del año 2008, contribuirá a hacer más atractivo el mercado norteamericano a la inversión, razón por la que los dólares continuarán su retorno a este mercado, menos riesgoso que el de los países de LAC. Esto afectará por un lado los créditos en dólares y por otro lado llevará al alza el valor de la moneda americana contribuyendo a una mayor depreciación del sol frente al dólar. Así es posible estimar que para comprar un dólar a fines del 2016 se necesitarán entre S/. 3.50 a S/. 3.60, con tendencia al alza.

La FED toma estas medidas en atención a los dos mandatos que tiene del Congreso: el primero es mantener los precios estables, y el segundo es mantener alto el empleo.

Por el lado del nivel de precios, luego de una a tasa de inflación que en setiembre resultó -0.03% anual y en octubre 0,12%, ésta alcanzó el 0.5 % en noviembre.

Respecto a las condiciones del mercado laboral, éstas parecieran mejorar por el lado de la tasa oficial de desempleo (U3)

situada en 5%, aunque la versión más amplia de tasa de desempleo (U6) se encuentra aún en 9,9% en noviembre; esto es casi 2 puntos porcentuales por encima de su nivel pre-crisis. La diferencia entre U6 y U3 es que U6 incluye aquellos desempleados que están marginalmente conectados a la fuerza laboral, esto es, aquellos que no están trabajando ni buscan trabajo pero que sí indican un deseo de trabajar y de haber buscado trabajo en los últimos 12 meses, más los desalentados.

Así, la FED considera que hay una considerable mejora en el mercado de trabajo y que la inflación - en el mediano plazo - retornará a la meta del 2%. De esta forma los miembros del Comité han señalado expresamente que "la orientación de la política monetaria sigue siendo expansiva" y por tanto, la subida de la tasa de referencia es consistente con una mejor fotografía del mercado laboral.

### ¿Qué podría implicar la subida de las tasas de interés por parte de la FED para Perú?

(a) La salida de capitales en dólares, la que generaría una presión para la mayor depreciación del sol de la que vemos hoy.

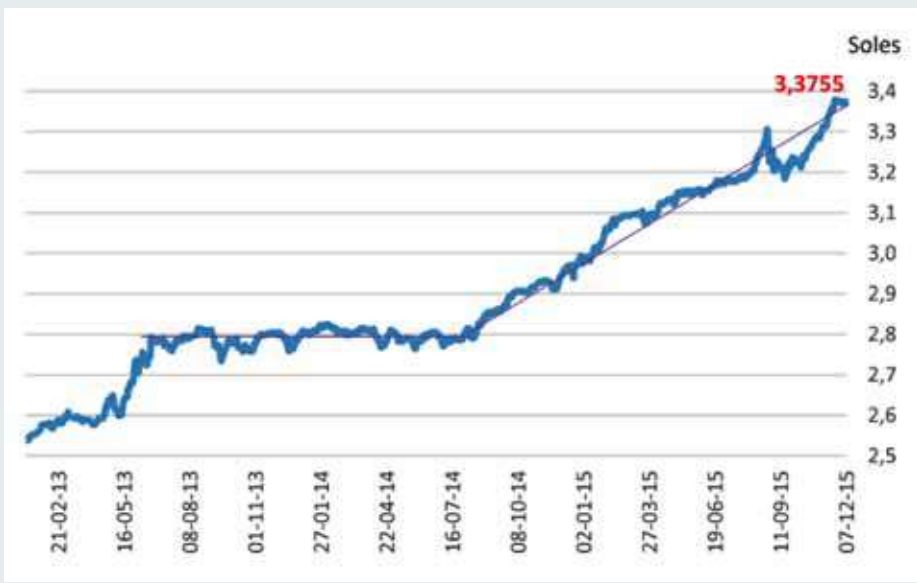
(b) Los créditos hipotecarios comenzarían a encarecerse en los EE.UU., y con los menores ingresos, que aún no recuperan su nivel pre-crisis, se debería reducir la capacidad de pago de la familia promedio; lo cual podría afectar la demanda de productos peruanos.

**Gráfico 12**  
Euro Zona: Inflación del IPC (Var. % anual)



Fuente: Eurostat

**Gráfico 13**  
**Soles por 1 US\$**



(c) Los créditos se harían más caros, en especial los créditos en dólares, ante una salida masiva de capitales denominados en dólares.

(d) La relación inversa de la tasa de interés de EE.UU. con el precio de las materias primas sería un choque adicional a los ya bajos precios internacionales de los metales de exportación peruanos.

d) El **“Quantitative Easing Europeo”**

Esta acción de política monetaria se realiza porque Europa enfrenta dos problemas en simultáneo: el potencial estancamiento del crecimiento económico - recesión - y la deflación. Es por esta razón que el Banco Central Europeo (BCE) ha aprobado una medida de expansión monetaria que busca colocar más euros en la economía mediante la compra masiva de deuda pública.

El BCE compra deuda soberana y paga con euros, el resultado es más euros en circulación. Con esta medida se aspira a generar inflación, al aumentar la base monetaria: Pero también sería un riesgo hacia adelante para aquellos que atraídos por un euro devaluado el día de hoy, decidan tomar deudas en euros. En el marco del “QE europeo” que viene ejecutando el BCE, su presidente Mario Draghi manifestó en octubre su interés de elevar sus compras de activos en diciembre, ante una inflación que continúa en niveles de cero y que preocupan a los decisores de la política monetaria europea, que tiene en su mandato único “precios estables”.

**¿Qué implica el “QE” europeo para Perú?**

(a) Desde estos momentos hasta el retiro del “QE” europeo, esto ayudaría a menores costos del

crédito en euros, y a una depreciación rápida del euro.

(b) Una vez terminado el “QE” europeo, lo que se vería sería la apreciación del euro, ante una futura subida de las tasas de interés europeas.

Por tanto, acá lo importante es en qué lado uno se encuentra. Si se está en el lado del exportador a Europa, el QE refuerza la dinámica de la Eurozona y todo apuntaría a que se recupere como ya lo viene haciendo Alemania y España. Los sectores que más se beneficiarían serían los sectores de manufacturas no primarias como agro-industriales, confecciones y textiles.

Por el contrario, en el lado del endeudamiento en euros, es una posibilidad pero solo en el corto plazo. Sin embargo el gobierno se viene endeudando a largo plazo con bonos emitidos en euros, que posiblemente parecen baratos el día de hoy, pero que afectarán el nivel de la deuda externa una vez que terminado el QE arranque la apreciación del euro.

En octubre último, el gobierno emitió bonos por 1, 00 millones de Euros, con una tasa cupón de 2,75% muy por encima de la que paga España. El gobierno debería emitir más en soles, para proteger al fisco del choque cambiario, y seguir las recomendaciones de las más importantes agencias calificadoras de riesgo que vienen sugiriendo que “Perú debe desdolarizar su deuda, y apuntar a solarizarla, porque la recaudación es siempre en soles, y porque Perú no tiene ningún control sobre la moneda extranjera”.

## Conclusiones

### 1. Crecimiento del PBI

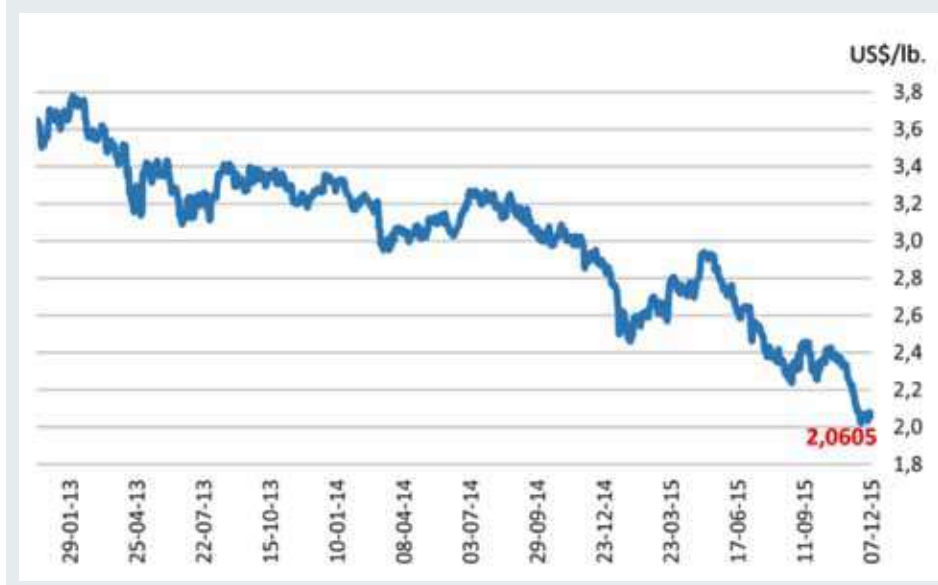
La economía peruana crecerá en torno a 2,8% el 2015, y aunque se espera que diciembre sea su mejor mes (crecería entre 4% y 4,5%), el crecimiento anual no podría de manera alguna alcanzar las tasas de 2,9% o 3,2% del BCRP y del MEF, salvo que se diera un crecimiento de 10% en diciembre, un imposible de alcanzar.

### 2. Presiones sobre el tipo de cambio

Las presiones depreciatorias sobre el sol han llevado a que éste pierda casi casi 13,3% de su valor entre el 31 de diciembre del 2014 y el 7 de diciembre de 2015. En un primer momento, y desde mediados del 2014 la subida en el va-



**Gráfico 14**  
**Cobre**



lor del dólar empezó de manera global por la incertidumbre acerca de la subida de la tasa de referencia de la FED, que dada la intervención del BCRP en el mercado, la apreciación del dólar se sintió de a pocos.

Luego, desde comienzos del 2015, ante la desaceleración de la economía china y la caída de los precios internacionales de las materias primas, la cotización del dólar en las economías emergentes continuó al alza. Sin embargo, a medida que la tasa de desempleo de los EE.UU. se ha ido acercando al 5%, los temores de un alza en las tasas de referencia de la FED han aumentado desde agosto 2015. Y no subieron las tasas en la reunión de setiembre. El 16 de diciembre se produjo la subida al rango entre 0.25 a 0.50%, la que contribuirá a que los agentes sigan protegiéndose en el dólar.

En vista que el BCRP ya había anticipado desde diciembre del 2014 que era inminente la depreciación del sol, decidió entre diciembre y enero aprobar una serie de medidas para incentivar la conversión de las deudas de créditos en dólares a soles. Según el último reporte del BCRP, el coeficiente de dolarización del crédito continuó su tendencia decreciente y bajó a 31,3% en octubre, lo que representa una caída de 7,8 puntos porcentuales respecto al 39,1% de octubre de 2014. No obstante, se observa en el sistema financiero, que los ciudadanos de a pie optan por ahorrar en dólares y que cada vez más empresas compran dólares, sea para el pago de obligaciones o diversificación de su portafolio de inversiones. Así se espera que el dólar se mantenga al alza, debido a la decisión de la FED de aumentar la tasa de referencia y a la incertidumbre respecto a los resultados de las próximas elecciones presidenciales.

## Perspectivas para el 2016

Con este escenario entramos al 2016, año que para la economía peruana y nuestros principales socios comerciales LAC, no luce prometedor. China continuará desacelerándose, con lo que seguirán viéndose afectados a la baja: 1) los precios de las materias primas, (el cobre, al 7 de diciembre alcanzó una cotización de US\$/2,06 por libra, su precio más bajo desde abril 2009); 2) las exportaciones de materias primas; 3) los ingresos fiscales por exportaciones de

materias primas; y 4) los presupuestos nacionales.

Lo que sí seguirá subiendo será: 1) el tipo de cambio, 2) los ratios de deuda externa respecto al PBI, 3) los riesgos de descalce de liquidez en el sistema financiero. En este panorama, el incremento de la tasa de interés de referencia de la FED hará más caro el crédito proveniente del exterior, y promoverá la salida de capitales de la región, lo que pondrá aún mayor presión sobre el tipo de cambio y mayores riesgos sobre el sistema financiero. Y 4) lo que finalmente también deberá subir es el riesgo de que Perú retroceda en su calificación crediticia ante el mayor endeudamiento en moneda extranjera que el gobierno viene acelerando, aún en contra de todas las recomendaciones de las agencias calificadoras de desdolarizar la deuda pública y la economía.

A este contexto internacional difícil se sumará el deterioro de las expectativas en el ámbito local, por lo menos hasta que el panorama político/presidencial se haya despejado después de la segunda vuelta.

## Nuestra receta urgente

La mejor receta en esta coyuntura es elevar la productividad, reduciendo costos fijos innecesarios que no generan producción, y poniendo todas nuestras balas en los recursos que eleven la productividad de los negocios y trabajadores. Acá el trabajo es desde adentro -en cada empresa grande o pequeña, sin esperar nada del gobierno- más allá de la prudencia fiscal y el respectivo debate político para elevar los ingresos fiscales y flexibilizar el mercado laboral; pues ya sabemos que el que "tiene que poner el dinero", es el empresario, y sobre todo, el nacional y formal.