

**Reporte Especial**

Departamento de Estudios Económicos

NOVIEMBRE DEL 2015

# LA ECONOMÍA 2016: ¿UN VASO MITAD LLENO O MITAD VACIO?



**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.

## Crecimiento en el 2016

### El Entorno Internacional

El 2016 será un año más de incertidumbre internacional. Esta incertidumbre abarca a la economía de China, el crecimiento mundial, la política de la FED, la dirección de los capitales de corto plazo y la salud de los mercados financieros. Las implicancias para la economía peruana se dan vía varios canales: precios de los metales, costo del dinero (tasa de interés), tipo de cambio y demanda de exportaciones no tradicionales.

**China:** China viene creciendo a un ritmo algo debajo de 7%. El gobierno tiene una expectativa de crecimiento de 6.5% en promedio en los próximos cinco años. Puesto que China es, dependiendo de cómo se calcula, la primera o la segunda mayor economía mundial, un crecimiento así debería ser positivo para el mundo, al margen de si representa una desaceleración respecto de años anteriores.

Entonces, ¿por qué están tan golpeados los precios de las materias primas? En parte es porque estos precios reflejan movimientos de capital especulativo más que fundamentos. Sin embargo, también es cierto que la demanda china por materias primas no es lo que se esperaba con el crecimiento que viene reportando.

Al igual que la debilidad de la demanda china por materias primas, hay otros indicadores claves, como electricidad, cemento, que sugieren un crecimiento de la economía china cercano a 4% ó menos. Por tanto, existen dos incertidumbres respecto de la economía de China en el 2016. Una incertidumbre es si la estadística que sale de China se va a estabilizar o va a seguir desmejorando. La otra incertidumbre es si esta estadística

de crecimiento de PBI representa realmente lo que está pasando.

**Política monetaria de la FED:** El inicio de la normalización de la política monetaria de EEUU a través de la subida de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal (FED) se ha venido postergando desde el 2010. Al mismo tiempo, el ruido respecto de una subida pronta nunca ha sido mayor.

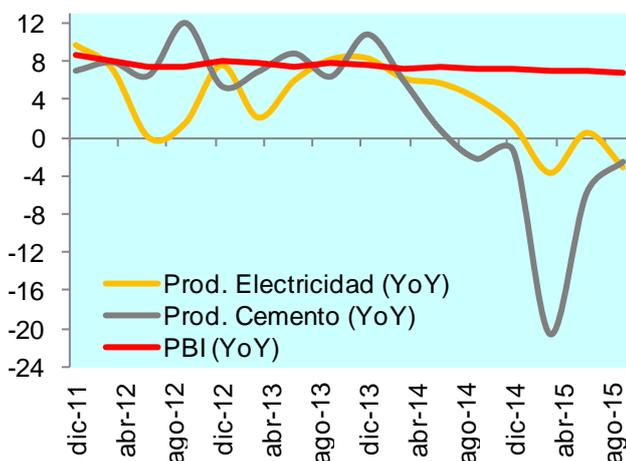
El momento de la subida es incierto, pero no es la única incertidumbre al respecto. La reversión de una política monetaria tan extraordinariamente expansiva como la de EE.UU. en los últimos años no tiene precedentes. El impacto de esta reversión sobre los mercados mundiales, tanto financieros, cambiarios y de commodities también es incierto. Existe un riesgo significativo de volatilidad y cambios de dirección en los mercados financieros, cambiarios, y de commodities al irse acomodando a esta nueva realidad.

Lo que sí es más previsible es que una política menos expansiva de la FED presione al alza las tasas de interés en dólares de mercado a nivel global. Este impacto podría ser débil, si la velocidad de la FED es tan lenta como se espera. Aún así, será una situación muy diferente a la vivida en los últimos ocho años.

### Crecimiento 2016 del Perú: ¿un vaso mitad lleno o mitad vacío?

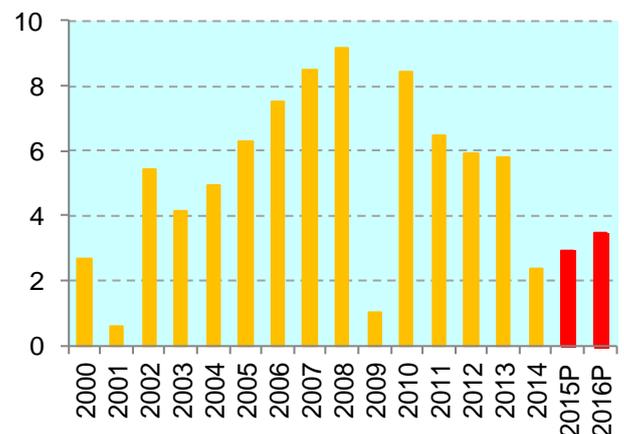
Nuestro escenario base es de un crecimiento 2016 de 3.5%. Si bien esta cifra representa una mejora respecto del 2014 y 2015, es una mejora que se basa en casi un solo factor excepcional: una mayor producción de cobre.

### CHINA: INDICADORES ECONÓMICOS (Variación porcentual)



Fuente: Bloomberg      Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

### PRODUCTO BRUTO INTERNO (Variación porcentual)



Fuente: INEI      Proyecciones: Estudios Económicos - Scotiabank

Nuestra proyección de 3.5% toma en cuenta los factores de incertidumbre externa ya mencionados, y también factores de incertidumbre internos. En particular, El Niño y las elecciones presidenciales. Ante tanta incertidumbre, es fácil ser pesimista respecto del 2016. Pero, también es cierto que muchas de las fuentes de incertidumbre se habrán despejado hacia mediados de año. Para junio del 2016, El Niño ya será historia, las elecciones habrán pasado, y la FED habrá tomado algún tipo de decisión. Típicamente el agro y la pesca rebotan con fuerza después de un Niño, y la inversión privada mejora una vez pasadas las elecciones. Además, aumentará el gasto en los proyectos de infraestructura concesionados en los dos últimos años, y, después de dos años deprimidos, debería mejorar el gasto de los gobiernos subnacionales.

Esta mezcla de aspectos negativos y positivos permite mirar el 2016 con diferentes grados de pesimismo u optimismo y proyectar escenarios muy distintos, según la visión que se tenga de cada factor de incertidumbre. Los siguientes son nuestros supuestos:

- *Términos de intercambio*: deterioro en términos de precios promedios del año, pero con los precios relativamente estables en sus niveles actuales; los impactos de China y de capitales especulativos ya están en los precios. Este es un supuesto fuerte, y existe un riesgo de una mayor caída.
- *El Niño*: será un Niño “sólo” fuerte, y no extraordinario, con un impacto moderado.
- *Elecciones*: impacto débil y temporal sobre la inversión privada y el tipo de cambio; sin impacto en el consumo ni otras variables.
- *Política FED*: impredecible, tanto en timing como en impacto ex-post; el riesgo es más para los mercados financieros que para el PBI.
- *Producción de cobre*: Toromocho y Constancia a capacidad todo el año, Cerro Verde produce a partir del 1T16; Las Bambas entre 2T16 y 3T16; en conjunto agregará alrededor de un punto porcentual al crecimiento del PBI total.
- *Proyectos de infraestructura*: Esperamos un mayor monto de inversión por parte de proyectos como Línea 2 del Metro de Lima y Callao, Gasoducto Sur Peruano, Longitudinal de la Sierra – Tramo 2, Terminal Portuario General San Martín, entre otros proyectos concesionados entre los años 2013 y 2014. En total, el monto de inversión en infraestructura a invertirse en el 2016 representaría poco más del 2% del PBI total para ese mismo año.

De estos factores, el que puede impactar más al PBI es El Niño. Nuestra proyección base de crecimiento del PBI de 3.5% considera un Niño fuerte. Si El Niño terminara siendo sólo moderado, el PBI podría crecer cerca de 4%. Si El Niño terminara siendo extraordinario, el PBI crecería más cercano a 2%.

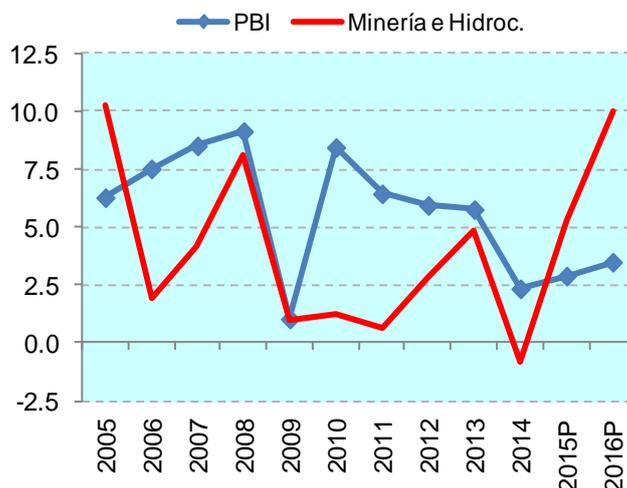
Puesto que algunos de los factores importantes de incertidumbre se despejan a mediados del 2016, el segundo semestre se ve como potencialmente muy prometedor. Se podría pasar de un crecimiento muy bajo a inicios de año, a uno muy robusto después, si es que hay resultados razonables en las elecciones, en la política de la FED y en el comportamiento de la economía de China.

### La minería lidera el crecimiento

Dados los buenos precios de los metales entre el 2003 y 2013, existe una opinión de que el crecimiento de la economía ha sido impulsado por la minería. Esto no es cierto. La minería creció muy por debajo del PBI en este periodo. Es recién a partir del 2015 que la producción minera lidera el crecimiento de la economía.

La minería seguirá liderando el crecimiento en el 2016. Excluyendo la minería, el PBI no crecería 3.5%, sino 2.3%. Una forma de verlo es que tenemos una economía interna que crece entre 2% y 2.5%, a lo cual se agrega algo más de un punto porcentual de PBI minero. El reto sigue siendo cómo estimular el crecimiento de la parte no minera, o no primaria, de la economía.

### EVOLUCIÓN PBI Y SECTOR MINERÍA (Variación porcentual)



Fuente: INEI Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

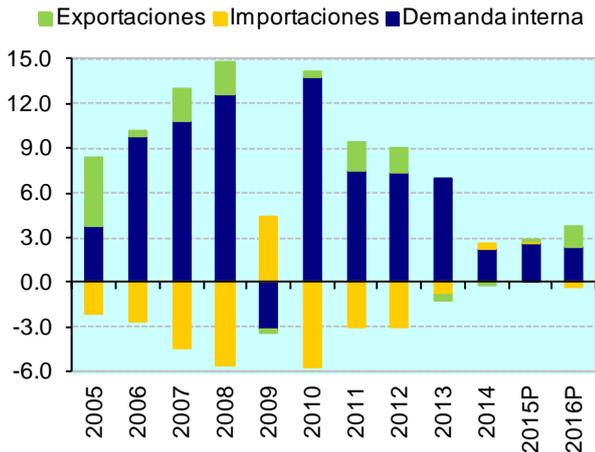
### OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (Var. % real)

	2014	2015P	2016P
<b>PBI</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
Importaciones	-1.5	1.0	2.6
<b>Demanda interna</b>	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
Consumo privado	4.1	3.5	3.5
Consumo público	10.1	5.8	4.1
Inversión bruta fija	-2.1	-4.5	0.5
Privada	-2.2	-4.1	-0.9
Pública	-2.0	-5.9	6.2
Exportaciones	-1.0	1.7	5.9

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Gracias al incremento en la producción minera, las exportaciones crecerán (en volumen) 5.9% en el 2016. Esto es una mejora respecto del crecimiento anual de 4.1% en promedio de la última década.

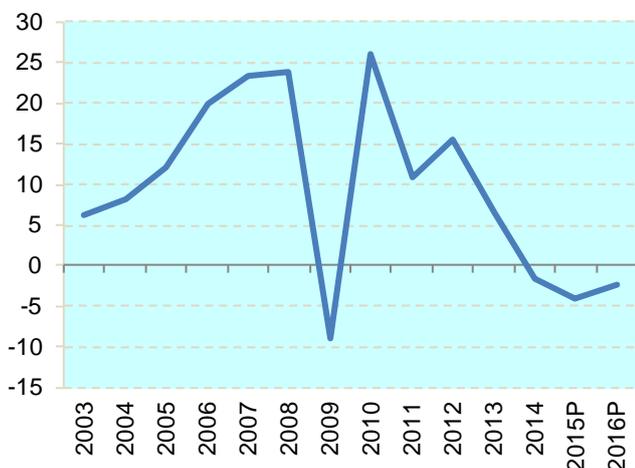
## CONTRIBUCIÓN AL PBI (En puntos porcentuales)



Fuente: BCR Proyecciones.: Estudios Económicos-Scotiabank

Sin embargo, la gran diferencia en términos de componentes de crecimiento entre el periodo 2014-2016 y el periodo de 2005 al 2013 de mayor crecimiento de la economía, es la inversión privada. Nuestra expectativa es que el 2016 sea el tercer año consecutivo de crecimiento negativo de la inversión privada (-0.9%). De ser así, la inversión privada habrá caído 2.4%, en promedio, entre 2014 y 2016, un contraste considerable con el crecimiento de 14.4% anual en el periodo 2005-2013.

## INVERSIÓN PRIVADA (Variación porcentual real)

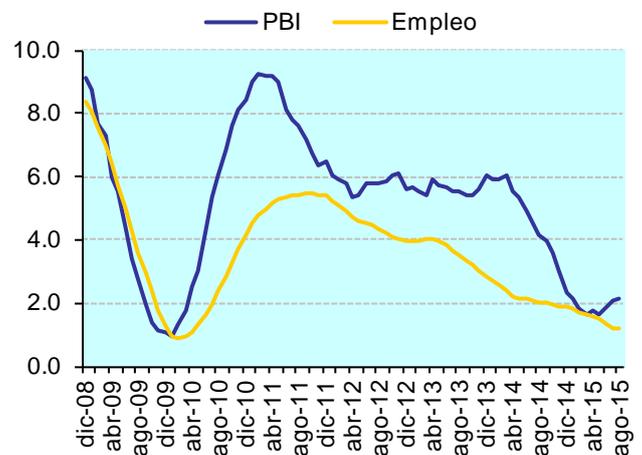


Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

Estamos proyectando que la inversión privada cae a pesar de los proyectos de infraestructura que esperamos que se realicen. Se puede separar a la inversión privada en tres componentes: minera, infraestructura y todo lo demás. Estimamos que la inversión minera (aproximadamente 20% del PBI) caerá 12% en el 2016, al finalizar la ejecución de una serie de grandes proyectos. Esta caída será más o menos compensada por el incremento en gasto en proyectos de infraestructura. El balance va a depender del resto de la inversión privada (la que no es ni minera ni de infraestructura). Es éste el componente que depende de la confianza. La inversión no minera ni de infraestructura cayó en el 2015, y esperamos algo similar en el 2016. Ahora bien, la inversión privada es notablemente difícil de proyectar. Es el componente de demanda más volátil, y que depende de algo tan intangible como la confianza. Por tanto, es prudente ser cauteloso en nuestra proyección. Sin embargo, no es difícil formular un escenario en que crezca. La confianza de los empresarios podría mejorar notablemente hacia mediados del 2016, una vez pasadas las elecciones, El Niño, y la incertidumbre de la FED. Por tanto, existe una posibilidad real de un incremento interesante de la inversión privada en la segunda mitad del 2016. Sin embargo, es sólo una posibilidad, y hasta que se materialice, es prudente seguir siendo cautelosos en nuestros estimados.

La baja inversión privada tiene implicancias para las ganancias de productividad y para el empleo. El empleo formal urbano ha venido creciendo menos de 1% hacia finales del 2015. Los proyectos de inversión en infraestructura pueden ayudar a frenar en algo la desaceleración en el empleo, pero se requerirá algo más, un rebote significativo en la inversión privada en general, para poder regresar a niveles de crecimiento del empleo de 4% ó más. No vislumbramos esta posibilidad para el 2016. Por tanto, el consumo privado tampoco se debe recuperar mucho. Nuestra proyección de crecimiento de consumo de 3.5% en el 2016 es similar al 2015.

## EVOLUCIÓN PBI Y EMPLEO FORMAL (Var. % acum. 12 meses)



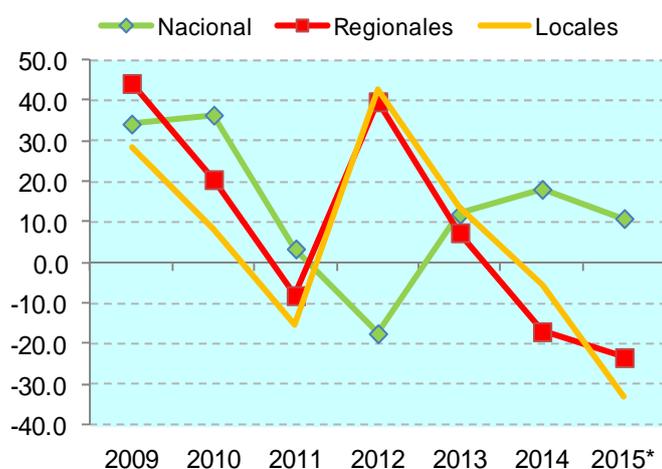
Fuente: MTPE, INEI Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank

Otro factor de incertidumbre es la inversión pública. Es cada vez más evidente que el Gobierno Nacional, los Gobiernos Regionales y los Gobiernos Locales tienen tendencias diferentes y propias en cuanto a la inversión, lo cual complica la visión conjunta.

Es razonable pensar que la inversión del Gobierno Nacional, que creció 11% en el 2015 a octubre, crecerá aún más en la primera parte del 2016. El gobierno va a seguir buscando impulsar un mayor crecimiento del PBI a través de una política fiscal expansiva. Además, es un año electoral y existe la motivación política de terminar el mandato con una economía en crecimiento. La cuota de incertidumbre tiene que ver, más bien, con la inversión pública después del cambio de gobierno en agosto. No es claro cuál será la capacidad y velocidad de acomodo de los nuevos funcionarios para continuar los proyectos de inversión heredados o generar nuevos.

La inversión de los Gobiernos Regionales, GGRR, ha caído 23% en 2015 a octubre, y la de los Gobiernos locales, GGLL, en 33%. La inversión de los GGRR ha empezado a aumentar en meses recientes, mientras que la de los GGLL aún no.

### INV. PÚBLICA POR TIPO DE GOBIERNO (Variación porcentual real)



Fuente: BCR Elab.: Estudios Económicos-Scotiabank (\*) A octubre

Los gobiernos subnacionales tienen recursos como para gastar bastante más de lo que vienen gastando. Existen al menos cuatro razones detrás del bajo gasto en inversión de los gobiernos subnacionales: 1. Proceso de aprendizaje por alta rotación de autoridades en elecciones del 2014; 2. Baja capacidad de gasto estructural; 3. Bajo sentido de urgencia para aumentar el gasto; 4. Proyectos heredados paralizados por la Contraloría.

De estas razones, la primera, el proceso de aprendizaje, será un obstáculo cada vez menor en el tiempo. Sin embargo, es menos claro hasta qué punto mejorará la capacidad y la motivación política de gasto en inversión en el 2016, y aparecerán nuevos proyectos para reemplazar a los paralizados. Aún así, es probable que aumente la inversión de los gobiernos subnacionales en el 2016, puesto que, después de dos años consecutivos de caída en la inversión pública subnacional, la base es baja, y es casi más difícil gastar menos que el 2015, que gastar más.

El balance de todos estos factores de incertidumbre nos lleva a estimar un crecimiento de 6.2% en la inversión pública.

### Análisis sectorial

Los sectores primarios continuarían liderando el crecimiento en el 2016, aunque con una evolución diferenciada por componentes. Por un lado, los sectores agropecuario y pesquero se verían afectados por El Niño, que suponemos de intensidad fuerte (ver cuadro).

En el caso del agro, las temperaturas más altas que lo habitual favorecerían el desarrollo de plagas y una caída en el rendimiento de importantes cultivos de agro exportación como mango, espárrago, uva, palta, café, entre otros. En cuanto a la pesca, la presencia de El Niño tendría un impacto negativo sobre la biomasa de anchoveta, por lo que asumimos un menor nivel de desembarque de esta especie para el 2016.

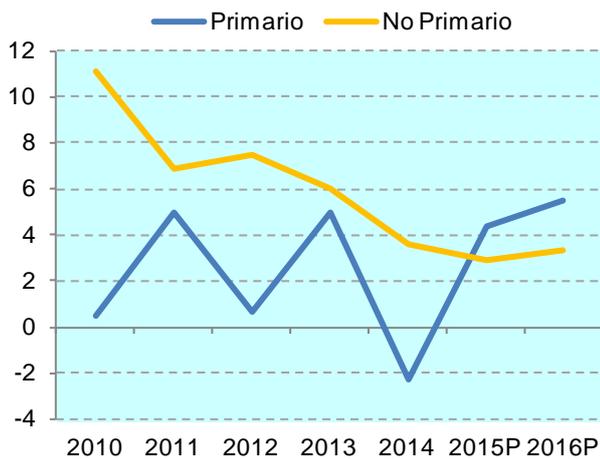
### PBI SECTORIAL AÑO CALENDARIO (Var. % real)

	2014	2015P	2016P
<b>Agropecuario</b>	1.6	2.2	1.6
<b>Pesca</b>	-27.9	20.9	-20.5
<b>Minería e hidrocarburos</b>	-0.8	6.7	10.5
Minería	-2.1	12.2	12.3
Hidrocarburos	4.0	-11.9	3.0
<b>Manufactura</b>	-3.3	-0.6	0.4
Primaria	-9.6	2.6	-2.6
No primaria	-1.6	-1.5	1.3
<b>Electricidad y agua</b>	4.9	5.0	5.0
<b>Construcción</b>	1.7	-4.7	4.1
<b>Comercio</b>	4.4	3.8	3.2
<b>Servicios</b>	5.9	4.7	3.7
Telecomunicaciones	6.5	7.5	4.0
Servicios a Empresas	6.6	5.0	4.2
Alojamiento y Restaurantes	4.5	3.3	3.8
Financiero y Seguros	12.6	10.0	7.5
Administración Pública	4.0	3.6	4.0
Transporte y Almacenes	2.7	2.5	0.5
Otros Servicios	7.6	4.8	4.4
<b>PBI</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>
Sectores Primarios	-2.2	5.2	5.7
Sectores No Primarios	3.6	2.7	3.3

Fuente: INEI, Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

En el lado opuesto, el sector Minería e Hidrocarburos continuará con el crecimiento iniciado en el 2015. Para el 2016 estimamos que la producción minera se incremente 12.3% debido, básicamente, a la mayor producción de cobre (+26%). Este incremento refleja el aporte de nuevos proyectos mineros que entran a operar en el 2016. Será, además, el primer año completo en que los proyectos Constanza y Toromocho operarán al 100% de su capacidad. Estimamos que la producción de Cerro Verde se duplique en el 2016, dado que la empresa completó su ampliación en setiembre del 2015 y debe alcanzar la capacidad completa durante el primer trimestre del 2016. Asimismo, el proyecto Las Bambas empezaría a operar durante el primer semestre del 2016 agregando 6% -alrededor de 100 mil toneladas- a la producción local de cobre.

## PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO (Variación porcentual)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

En cambio, los sectores no primarios vinculados a la demanda interna acelerarán ligeramente en el 2016. Resalta la recuperación esperada del sector Construcción, de la mano del crecimiento de la inversión pública y de la mejora en la inversión privada no minera hacia el segundo semestre del 2016.

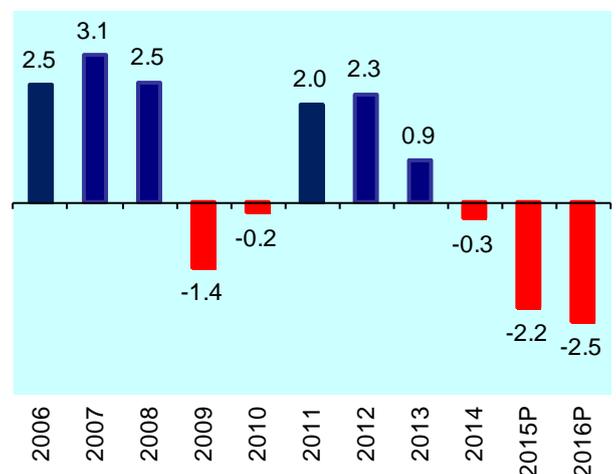
Por su parte, los sectores más vinculados al consumo privado como Comercio y Servicios crecerían, aunque a un ritmo menor al del 2015. En el primer caso, asumimos que el Fenómeno del Niño podría generar problemas logísticos en el norte del país durante el 1T16, lo que podría impactar a la actividad comercial. En el segundo caso, preveemos que continúe el dinamismo de rubros de servicios financieros, telecomunicaciones y servicios personales dado que el consumo privado ha sido la variable menos afectada dentro del ciclo de desaceleración que atraviesa la economía peruana.

Finalmente, preveemos una mejora marginal del sector Manufactura, luego de dos años consecutivos de caída. La Manufactura No Primaria crecería liderada por una ligera aceleración de la industria de bienes de consumo y de la vinculada al sector construcción. Nuestras proyecciones incluyen el supuesto moderadamente fuerte de que nuestros principales mercados de exportación -en particular latinoamericanos- no continúen deteriorándose. No obstante, lo anterior sería parcialmente contrarrestado por la caída de la Manufactura Primaria, debido al efecto indirecto de la prevista menor captura de anchoveta sobre la industria de harina de pescado.

## Cuentas fiscales

Proyectamos un déficit fiscal en el 2016 de 2.5%. Es probable que el superávit fiscal no regrese en mucho tiempo. Los superávits que tuvimos en seis de los ocho años entre 2006 y 2013 fue reflejo, en parte, de un buen manejo fiscal, pero, principalmente del alza en los precios de los metales en este periodo y el consiguiente incremento en la recaudación fiscal por encima de la capacidad del Estado de gastarla. Hoy, estas condiciones ya no existen.

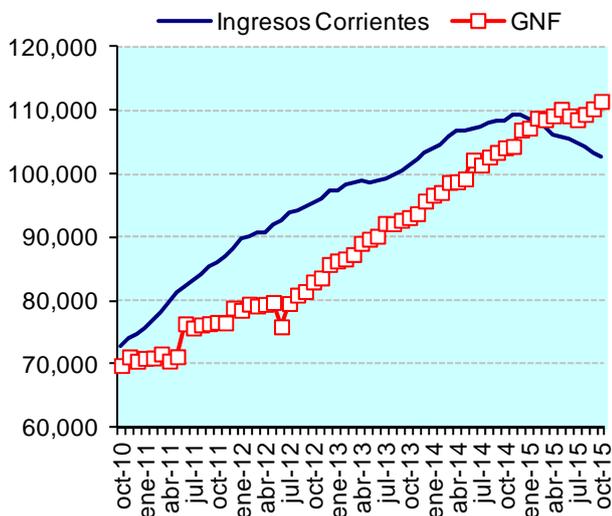
## DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

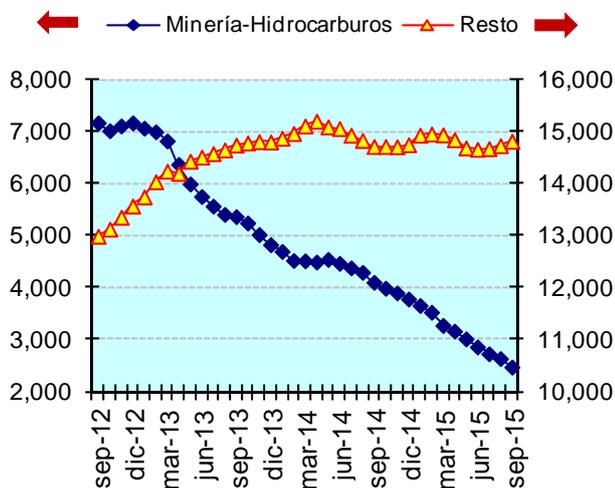
Nuestra proyección es menor a la del MEF (3.0%), y los factores detrás son algo diferentes. El MEF proyecta un incremento significativo en el gasto público. Nosotros somos más conservadores en el gasto, dada las incertidumbres mencionadas arriba, y, más bien, esperamos una caída significativa en la recaudación. Ésta ya se está dando. En los últimos meses, la recaudación ha caído 8%.

## RECAUDACIÓN VS. GASTO PÚBLICO (En mill. de soles, últimos 12 meses)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

## RECAUDACIÓN IR MINERA Y NO MINERA (En mill. de soles, acum. 12 meses)



Fuente: Sunat Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

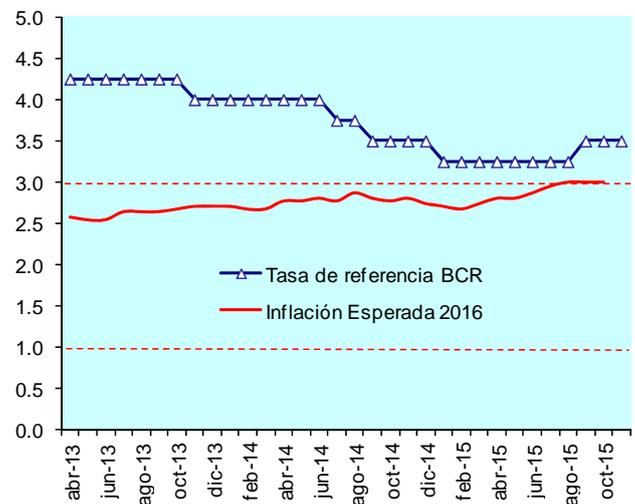
Vemos esta nueva realidad de déficits fiscales de 2% ó más con cierta incomodidad. Es un nivel que es manejable, especialmente considerando el bajo nivel de deuda pública que tiene el país. Sin embargo, no haría falta mucho en términos de una nueva caída en los precios de los metales para que el déficit salte a 4%. En forma más general, el país está mermando uno de sus grandes atractivos de la última década, un atractivo que fortaleció la confianza y estimuló la inversión privada: balances macroeconómicos sólidos y mejorando.

## Precios y política monetaria

**Tasas de interés:** Los últimos años han sido un periodo de tasas de interés extraordinariamente bajas, tanto mundiales como internas, tanto en dólares como en soles. Tasas tan bajas fueron un estímulo para la inversión y el consumo. Un periodo tan excepcional no puede durar eternamente. Existe mucha expectativa de que la FED suba su tasa de interés próximamente. La fecha es incierta, aunque la presión para que lo haga pronto es grande. Como sea, lo más probable es que la FED suba la tasa en forma muy paulatina, con un impacto absorbible en cuanto al costo del dinero.

La situación en cuanto a las tasas internas en soles es algo diferente. El BCR ya subió la tasa una vez, en el mes de setiembre pasado. La tasa de referencia actual de 3.50% está mucho más cercana a un nivel neutral. Si la inflación sube por encima de 4% y empieza a afectar las expectativas inflacionarias (la variable que el BCR mira), el BCR podría sentir que no tiene más opción que seguir subiendo la tasa. Nuestra expectativa es que el BCR suba la tasa una vez más, a 3.75%, con cierta probabilidad de que llegue a subirla a 4.00% antes de fines del 2016.

## TASA DE REFERENCIA E INFLACION ESPERADA (Var. % 12 meses)



Fuente: BCR, INEI, Estudios Económicos - Scotiabank

**Inflación:** La inflación de doce meses ha fluctuado entre 2.77% y 4.04% en lo que va del 2015. Actualmente está por debajo de 4%, pero un Niño considerable podría llevar la inflación nuevamente por encima de 4%. Sería temporal, pero podría tener un impacto más duradero en las expectativas inflacionarias si va acompañado de presiones cambiarias. Nuestra proyección para el 2016 (fin de periodo) es de 3.5%. Sería el tercer año consecutivo de inflación por encima del rango meta (1% a 3%).

Desde 2014, la inflación ha estado por lo general muy pegado al techo del rango meta. Esto refleja lo difícil que le viene siendo al BCR mantener a la inflación cómodamente dentro de este rango. No es una preocupación mayor, debido a que la inflación no es lo suficientemente alta como para afectar comportamientos, pero sí podría influir sobre la política del BCR.

### Tipo de cambio

El argumento actual de muchos analistas es que las monedas se están debilitando en los países productores de materias primas, como el Perú, por dos razones:

1. Salida de capitales, ante la expectativa de que la subida de tasas de interés de la FED va a beneficiar a instrumentos financieros en dólares, versus instrumentos en otras monedas.
2. La desaceleración de China está presionando a la baja a los precios de las materias primas, lo cual deteriora los fundamentos de las monedas productoras de materias primas.

La realidad es un poco diferente. La salida de capitales de los mercados peruanos ha sido limitada. Tampoco existe mucho espacio para una salida masiva, puesto que los mercados peruanos son pequeños respecto de nuestras tenencias de reservas internacionales.

La menor demanda de China por metales que el Perú produce es una realidad. Los fundamentos se han deteriorado, y los precios tenían que caer como consecuencia. Sin embargo, los fundamentos no han cambiado tanto como para justificar la magnitud de la caída de los precios de metales desde el 2013.

En el mismo sentido, los fundamentos no han cambiado tanto como para justificar la magnitud del debilitamiento del sol (ni de la mayoría de monedas emergentes) desde el 2013.

Lo que ha exacerbado la caída de los precios de los metales, del sol y de otras monedas, ha sido los flujos de capital de corto plazo. Las posiciones cortas (de venta) en los mercados financieros de metales y monedas regionales están en, o cerca de, niveles históricamente altos. La forma en que los flujos de capital han magnificado los movimientos de precios hace difícil poder afirmar que, hoy, los precios de los metales y el tipo de cambio realmente reflejen fundamentos. De hecho, la debilidad del sol parece más que ver con la FED que con China.

La fuerte influencia que está teniendo la política de la Fed sobre los mercados financieros y cambiarios mundiales debe continuar en el 2016. Por lo tanto es probable que el sol se siga moviendo, no tanto por fundamentos, sino en función opuesta al dólar.

La evolución futura del dólar tampoco es fácil de predecir. No es claro cómo un cambio de rumbo de la política monetaria de los EEUU impactará a los mercados cambiarios, dadas las posiciones tan altas que ya existen

en los mercados financieros a favor de instrumentos en dólares y en contrario a otras monedas. Hoy en día todo mercado financiero, y el precio de todo instrumento financiero, depende principalmente de los flujos de liquidez, y esta liquidez depende, principalmente, de la FED.

Dado que la magnitud del estímulo monetario mundial actual no tiene precedentes, tampoco hay precedentes respecto del retiro. Las posibilidades de impacto de una subida de tasa de la FED son múltiples y opuestas entre sí. Por un lado es posible que el dólar siga subiendo (y las demás monedas bajando) en anticipación de subidas posteriores. Por el otro, es posible que se corrijan las posiciones históricamente altas a favor del dólar y en contra de otras monedas, revirtiendo las tendencias en los mercados cambiarios. Después de todo, si las posiciones en los mercados están en niveles tan altos, es porque hay una sobreabundancia de liquidez. Por lo tanto, una política monetaria que vaya reduciendo el exceso de liquidez podría también reducir (unwinding) estas posiciones, corrigiendo los precios, y haciendo que los mercados eventualmente vuelvan a obedecer a los fundamentos de mercado.

Este entorno hace que el tipo de cambio sea difícil de proyectar. No es fácil estimar las tendencias y magnitudes de los flujos de capital de corto plazo, así como sus momentos de inflexión. Lo más simple es asumir que continúe la tendencia actual hasta que ocurra algún evento que sugiera un cambio de tendencia. Para el Perú, hay dos momentos claves: la decisión de la FED (en diciembre, para empezar), y mediados del 2016, en que factores de incertidumbre interno (elecciones y El Niño) habrán desaparecido.

Nuestra proyección para el 2016 se basa en dos aspectos. Puesto que la evolución del dólar está dominando los mercados, estamos vinculando la depreciación del sol promedio del año a la proyección de apreciación del dólar promedio del año de nuestro equipo en Scotiabank Toronto. Esto implica una depreciación de 7.8% del sol (de un sol promedio de S/. 3.20 en el 2015, a un sol promedio de S/. 3.45 en el 2016).

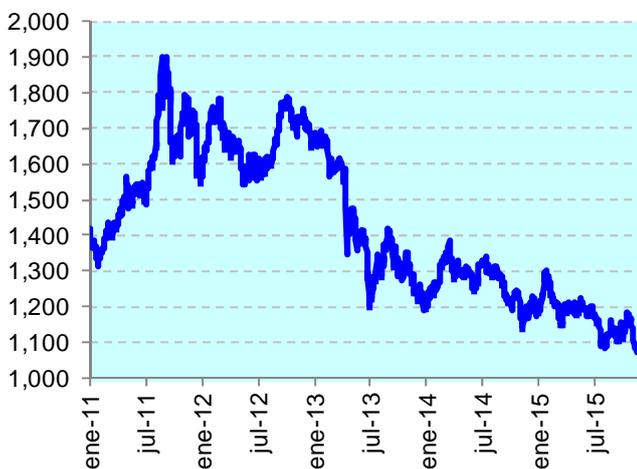
El siguiente aspecto que incluimos es la idea de que puede haber un cambio en la evolución del tipo de cambio a mediados del 2016, una vez que haya pasado las elecciones y El Niño, y cuando los mercados ya habrán asimilado la nueva política de la FED. Por tanto, estamos proyectando que la tendencia actual siga hasta mediados del 2016, para luego apreciarse pasadas las elecciones, y llegar a S/.3.45 para fines del 2016. Hay dos observaciones claves al respecto: 1. estas cifras son solamente indicativas, dado que no reflejan fundamentos sino flujos de capital no previsibles; 2. todo el panorama puede cambiar ante decisiones de la FED, empezando con la reunión de la FED el 16 de diciembre próximo. En ese momento necesitaremos volver a revisar nuestras proyecciones a la luz de la reacción de los mercados.

## Cuentas externas

Si uno se atiene a las RIN, las cuentas externas se mantienen bastante saludables, a pesar de la caída de los precios de los metales. Las RIN están en US\$62,700 millones a noviembre 2015, apenas 5% por debajo de sus niveles pico del 2013. Es probable que termine el 2015 por encima de los US\$62,000 millones y que se mantenga relativamente estable cerca de este nivel en el 2016.

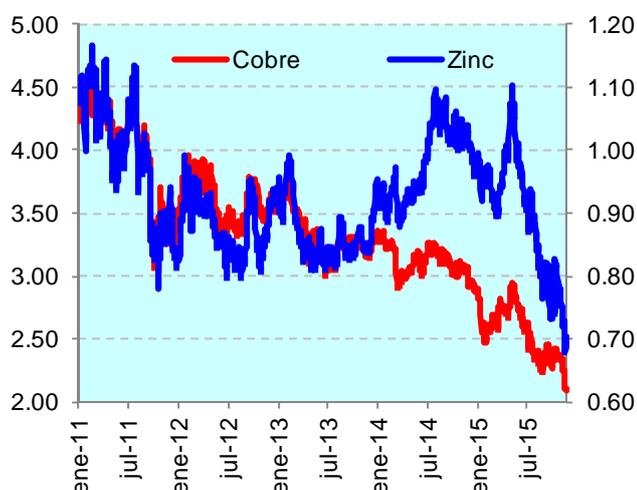
Sin embargo, existen movimientos bastante fuertes al interior. Los precios de los metales han caído significativamente y nuestra expectativa es que se mantengan bajos en el 2016, impactando la balanza comercial.

## PRECIO DEL ORO (Dólares por onza)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

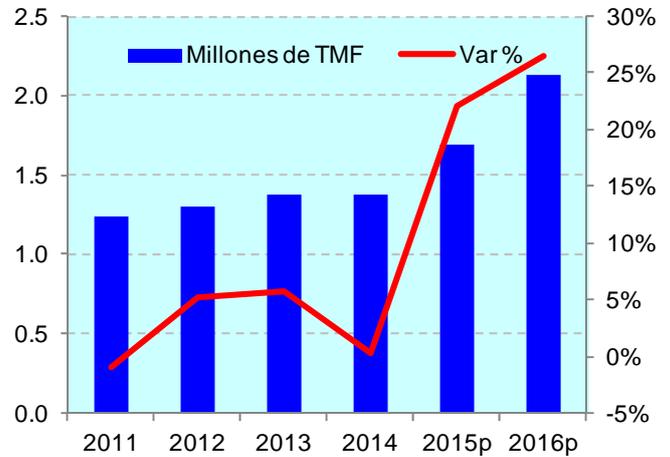
## PRECIO DEL COBRE Y ZINC (Dólares por libra)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos - Scotiabank

Este impacto será sólo parcialmente mitigado por un mayor volumen de producción de cobre, por un lado, y por menores importaciones por el otro.

## PRODUCCIÓN LOCAL DE COBRE (En millones de TMF y Var % anual)



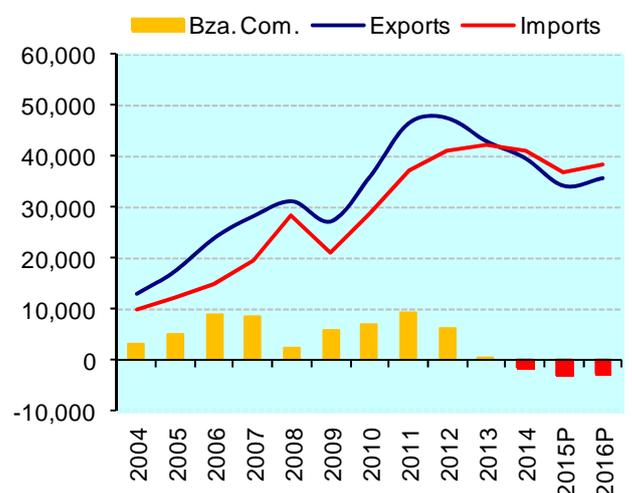
Fuente: MINEM Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

Asumiendo precios más estables, primará el incremento en el volumen, para que el valor de exportaciones se incremente en casi 5% en el 2016. Aún así las exportaciones difícilmente alcanzarán los más de US\$40,000 millones en que estuvieron entre el 2011 y 2013.

Para el 2015 estimamos una caída en las importaciones de casi 10%, en línea con la desaceleración del consumo. Para el 2016 nuestra expectativa de un crecimiento leve en las importaciones (3%) está en línea con un consumo creciendo algo más que esto, y algo de mejora en importaciones de bienes de capital por los proyectos de infraestructura.

El balance será un déficit comercial por cuarto año consecutivo. Nuestra proyección de un déficit de US\$2,500 millones es una mejora respecto del 2015 (-US\$2,800 millones), pero no por mucho.

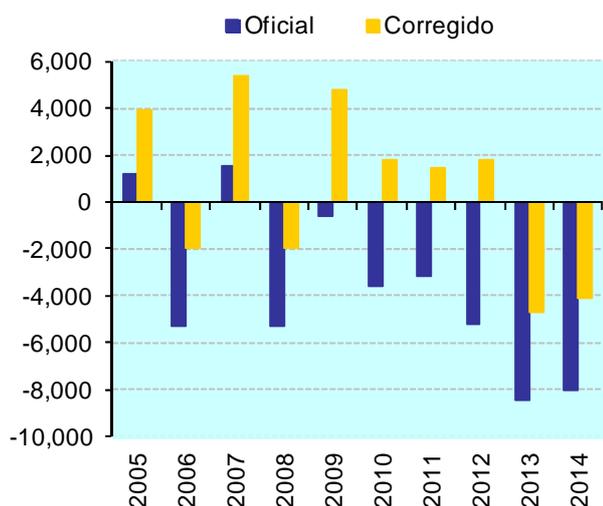
## EVOLUCIÓN BALANZA COMERCIAL (En millones de dólares)



Fuente: BCR, Estudios Económicos-Scotiabank

Lo que sí mejorará algo más significativamente es la cuenta corriente, para perplejidad de muchos analistas. Sin embargo, la mejora es por las razones equivocadas.

### BALANZA EN CUENTA CORRIENTE (En millones de dólares)



Fuente: BCR Elaboración: Estudios Económicos-Scotiabank

La mejora de un déficit en cuenta corriente de 4.5% en el 2013 a 4% en el 2016 refleja, sobretudo, una reducción en las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el país, en especial mineras. Toda utilidad de empresas de propiedad extranjera en el país se registra como una salida de renta de factores, así haya salido realmente del país o no. La caída fuerte en las utilidades de las empresas mineras extranjeras ha mejorado, contablemente al menos, la cuenta corriente. Dado el peso de la minería en el país, y la forma en que se contabilizan sus utilidades, se da una situación contraintuitiva en que una caída en los precios de los metales puede mejorar la cuenta corriente.

Con todo, la cuenta corriente sigue siendo negativa, y requiere de flujos financieros para que las RIN no caigan. Los flujos al sector privado están a la mitad o menos de lo que estuvieron antes del 2014, y no vislumbramos una mejora importante en el futuro. Pero, sí en el sector público. El gobierno ya ha emitido este año 3 mil millones, y piensa seguir haciéndolo por razones de financiamiento fiscal. Como consecuencia, las RIN no caerán en el periodo 2015-2016 en la forma en que uno podría esperar dado el deterioro en los términos de intercambio y en la balanza comercial.

#### Aspectos finales

Nuestra proyección de crecimiento del PBI de 3.5% balancea factores positivos, negativos y de incertidumbre (ver cuadro).

Lo difícil en el pronóstico es estimar cómo pueden afectar estos factores a la inversión privada y, en menor medida,

### FACTORES DE IMPACTO SOBRE EL PBI

Eventos Negativos	Eventos Positivos	Incierto
El Niño	Nuevo gobierno y luna de miel	Decisión FED
Precios de los metales	Rebote post-Niño	China y evolución metales
Las elecciones	Nuevas operaciones mineras	
	Proyectos de infraestructura	
	Recuperación del gasto público	

Fuente: Estudios Económicos-Scotiabank

al consumo privado. Son estos componentes de demanda interna privada los que definirán si el crecimiento termina siendo mayor o no a nuestro estimado.

Como tendencia en el tiempo, son temas más estructurales los que determinarán el crecimiento. El Perú necesita ver la forma de mejorar su situación actual de debilidad institucional, ausencia de un sistema político partidario, un Poder Judicial cuestionado, gobiernos subnacionales disfuncionales, un sistema no adecuado de controles (checks and balances), una economía informal/ilegal creciente, y conflictos sociales. A esto se agrega el deterioro en los balances macroeconómicos. El déficit fiscal creciente amenaza en convertirse en un riesgo. El déficit fiscal muy probablemente superará el 2% mientras los precios de los metales sigan bajos, y podría escalar rápidamente si los metales caen más.

La expansión larga y robusta de la economía nacional de los últimos 15 años descansó en gran medida en la confianza que daba tener balances macroeconómicos sólidos y mejorando. Perder esta ventaja competitiva puede afectar el crecimiento. Estos factores, que ya están impactando a la economía, pueden reducir el crecimiento potencial en el futuro.

Sin embargo, el país también ha cambiado para bien en la última década, y hoy hay una base más prometedora mirando al futuro. A pesar del deterioro en las cuentas fiscales, en general las cuentas macroeconómicas siguen siendo sólidas. La deuda pública es baja, los niveles de RIN son altos y hay un ahorro público apreciable. Además, el sistema financiero es muy sólido, y, dentro de una institucionalidad deficiente en general, las instituciones económicas (BCR, Sunat, MEF) sí son sólidas. Finalmente, existe una nueva clase media que asegura un colchón de demanda más estable en el tiempo. Gracias a esta base, el Perú continúa teniendo perspectivas de crecimiento superior comparado con la mayoría de los países de la región.



## Estudios Económicos

**Guillermo Arbe Carbonel**

Pablo Nano Cortez

Mario Guerrero Corzo

Erika Manchego Chavez

Carlos Asmat de la Cruz

Maria Katya Sahuay

Jorge Ordoñez Polanco

**Gerente***Macroeconomía /Análisis Sectorial / Regiones**Monetaria / Precios / Bancos**Minería / Commodities**Sectores No Primarios**Sistema Financiero*

Asistente

**211-6052**

211-6000 ax. 16556

211-6000 ax. 16557

211-6000 ax. 16558

211-6000 ax. 16853

211-6000 ax. 16487

211-6000 ax. 15136