

"SITUACIÓN, PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS DE LA ECONOMÍA PERUANA"

EXPOSICIÓN DEL SEÑOR JULIO VELARDE FLORES PRESIDENTE DEL DIRECTORIO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA EL DÍA 31 DE AGOSTO DEL 2016

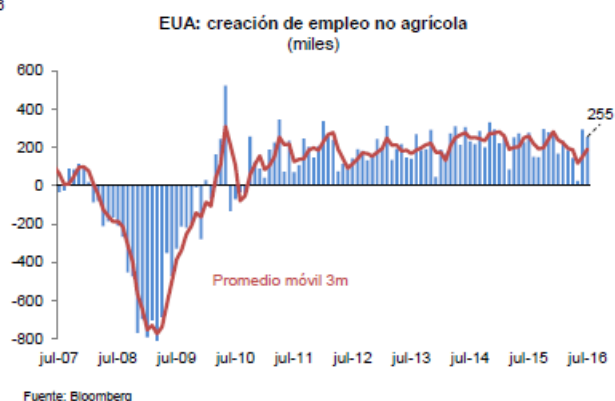
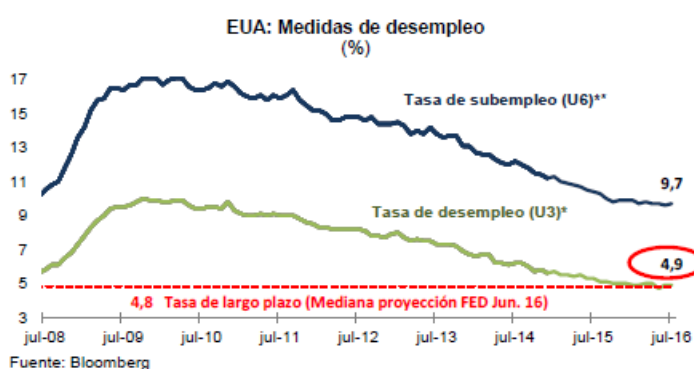
Bueno, una satisfacción de estar acá, no soy el presidente ratificado todavía, estoy adelantándome al hecho, no estoy pidiendo un voto por si acaso, pero no lo asumo tampoco, lo menciono por eso.

Es un poco difícil tal vez hacer proyecciones ahora, porque falta algo fundamental, no sabemos todavía bien el conjunto de medidas que dé el gobierno, no sabemos cuántas de ellas aprobará este Congreso, no sabemos cómo recibirá la población las medidas que se tomen; o sea, estamos basándonos mucho en el reporte de inflación que tenemos en junio, con unos ajustes que explicaré.

Nosotros publicamos oficialmente proyecciones cada tres meses. Dentro de 16 días publicaremos la de setiembre, que creo que todavía va a ser muy prematuras para poder tener en cuenta todos estos elementos de política que van a cambiar. La de diciembre probablemente ya tengamos una idea más clara, que son las siguientes proyecciones oficiales que publicamos.

Obviamente, para efectos internos, vamos teniendo proyecciones que van ajustándose permanentemente, porque las que se publican oficialmente son cada tres meses, que es una suerte de tener disciplina, para no estar introduciendo mucho ruido en el mercado, cambiando cifras continuamente.

EUA: Indicadores del mercado laboral señalan que fortaleza continúa: La tasa de desempleo se ubica en 4,9 por ciento y la creación de empleo se elevó a 255 mil en el mes de julio.



Ahora, no sé incluso con lo sabemos si podemos decir mucho, y ahí tal vez estoy un poco hablando de la debilidad de cualquier proyección que uno pudiera hacer, sea en el Perú o en el mundo.

Mucho de lo que depende en el país va a depender, a su vez, de lo que pase en el mundo; somos una economía cada vez más integrada al resto del mundo, los factores que han afectado esta *performance* recientemente, que puede seguirla afectando, son cómo va el mundo, en cuyo caso vamos a ver un poco con al menos los dos países más importantes según las referencias es Europa y Gran Bretaña.

Estados Unidos está metido a la recuperación de la actividad económica. Su crecimiento no es espectacular, pero es sólido; crecimiento bajo, pero sólido y continuo. Ayer salieron las cifras de confianza del consumidor, están nuevamente en un nivel bastante alto comparado a las últimas dos décadas.

El desempleo, como veremos en un momento, sigue bajando. Hoy han salido las cifras privadas de creación de empleo, que ha sido 175,000 en el último mes, en agosto, y se espera que las oficiales salgan este viernes.

En general, puede verse el cuadro inferior, estamos viendo la manufactura, -está en el terreno superior, Servicio, Manufactura- que son encuestas a empresas, que básicamente están diciendo que sus ventas o su producción está mejor que antes, están encima de 50: significa que están en el terreno positivo.

Abajo, lo que estamos viendo es que, si bien el crecimiento del producto ha sido bajo, el segundo trimestre de 2016 ha sido 1.1, el consumo privado sigue siendo muy fuerte. El consumo norteamericano creció 4.4%. Desgraciadamente, para exportaciones de no *commodities* es básicamente servicios, así México casi no crece sus exportaciones, a pesar de su vinculación con Estados Unidos, porque el crecimiento fuerte cada vez es más en servicios; pero, es un crecimiento sólido y que no se puede descartar, una economía que nadie diría que está enferma, simplemente no está rebosante de salud y corriendo, pero es una recuperación bastante sólida.

Acá tenemos las medidas de desempleo en el siguiente gráfico: La tasa de desempleo está en 4.9. De repente es adelantarse demasiado, pero el viernes puede bajar algo.

Desde hace unos pocos años viene utilizando otro indicador de desempleo que llama U6, Estados Unidos, cifras que desgraciadamente no podemos tener nosotros para el país, en que no solo pone a los que están trabajando temporalmente, o sea, menos horas, pero desearía trabajar más horas; esos no son desempleados, pero están dentro de ese indicador de desempleo U6 que es más alto.

Segundo, la gente que no está buscando activamente empleo, pero que si lo encontrara estaría dispuesto a trabajar; es decir, se cansó de buscar empleo porque creía que iba a ser difícil conseguirlo o tiene tal vez 65 años, su pensión es baja. Si pudiera encontrar empleo, estaría dispuesto a tenerlo, solo que

no está buscando activamente.

Vale la pena señalar inclusive, ya que se refiere a esta mayor, estamos casi en el pico, en los últimos 30 años, de gente de más 60 años, en Estados Unidos, que viene trabajando como porcentaje de la población de más de 60, y la razón creo que tiene que ver también con tasas de interés muy bajas; independientes, que antes pensaban vivir de sus rentas cuando la tasa es cero o tiene que tiene que buscar trabajar más tiempo.

La creación de empleo no agrícola, que se puede ver en la parte azul después de la crisis fuerte, después de Lima, de setiembre, que estamos debajo de cero, se ha venido creando continuamente. La última creación de empleo fue 250,000. Se considera que la fuerza laboral en EE.UU. crece a un ritmo de 150, estamos creando mucho más que el crecimiento normal de la fuerza laboral. Ya con estos niveles de desempleo vamos a estar esperando cada vez menor crecimiento de empleo, pues ya no hay de dónde sacar, a no ser que hubiera migración, que el señor Trump quiere permitirla.

Ha habido dos eventos recientemente, -el domingo pasado, no este, sino hace nueve días, diez días-, el vicepresidente de la Reserva Federal dio un discurso importante, que señaló que para él ya se están dando las condiciones para subir tasa de interés; y eso ha sido reforzado este viernes, hace cinco días en Jackson Hole, Jackson Hole es la reunión más importante del Banco Central, de más de 120 personas, y ahí el discurso de la presidenta del FED, Janet Yellen, casi también resaltó que nos estamos aproximando a la inflación, que nuestra meta y la tasa de desempleo ya es bastante baja, está llegando el momento para subir nuevamente en la tasa de interés. Entonces, los mercados inmediatamente han subido sus expectativas, y esta subida de tasa de interés.

Cuarenta y dos por ciento a la espera para este mes siguiente, setiembre, un poco mediados de setiembre, el resto está esperando; en noviembre, 46% y 64% son acumulativas, diría que ya sea setiembre, noviembre o diciembre se sube la tasa de interés. Eso ha movido todos los mercados, ustedes han visto la caída de precio *commodities*, han visto la subida del dólar con respecto a casi todas las monedas del mundo y es consecuencia en gran medida de esto, que creo que es más volatilidad, probablemente siga presionando en el corto plazo, pero creo que en gran medida ya está incorporado en el precio del cobre, del oro y del valor del sol, el real o el peso mexicano esta subida.

Europa no es tan importante, pero de todas maneras para destacar realmente que están en la larga operación. Ahí tal vez lo significativo, que no le puesto porque... Alemania está con un superávit fiscal de 1.2%. Cada vez las recomendaciones de los analistas que siguen más cuidadosamente y algunas [...] de política, las economías más grandes. Es que hay países con espacio fiscal para tener políticas expansivas. Alemania ciertamente es uno de ellos, el problema es convencer a los alemanes. O sea, superar el 1.2% en una zona euro todavía resentida, un crecimiento mayor de Alemania jala al resto de la

unidad europea y sí sería algo indispensable.

En el caso de los Estados Unidos la mayor parte de la gente cree que también tiene espacio fiscal, lo que ha habido es mucha resistencia es en el partido republicano para aprobar cualquier tipo de medidas.

Parece que la posición del Congreso va a seguir siendo republicana, incluso con esta encuesta, mañana el senado puede que los demócratas recuperen el control, la mala noticia incluso para este Congreso más republicanos es que los republicanos son más conservadores, son los que parece que ganarían posición estas nuevas elecciones de noviembre. Sería más difícil probablemente aplicar un plan expansivo, porque la esperanza de muchos era que el próximo año que le corresponde a Alemania, preside gerente, tal vez un esfuerzo coordinado de Estados Unidos, Alemania y otros países más pequeños; Canadá controló una posición expansiva fiscal, podría ayudar a sacar el mundo adelante. O sea, el mundo está resentido básicamente por el tema... grandes están no aplicando tal vez todo su esfuerzo.

El caso de Estados Unidos obviamente [...] a más largo plazo, de repente, dentro del muy corto plazo, pero algo tiene que hacerse. Las noticias que se tenían antes de quienes podían secretario de estos, eran dos personas que iban a fomentarse una política muy pasiva; ahora parece ya están hablando de nuevos nombres, no queda claro, pero si se diera este escenario de una política más expansiva, sería, de Estados Unidos y Alemania la situación mundial podría cambiar sustancialmente, pero dicho sea eso como paréntesis, estamos hablando que las subidas de tasa de interés afecta: nuestras monedas se han afectado al precio de la exportaciones, pero al final es buena noticia. Cuando sube la tasa de interés es porque cree que la economía ya está adquiriendo fuerza suficiente y más bien los riesgos es que se vaya para el otro lado, o sea, comienza a recuperarse.

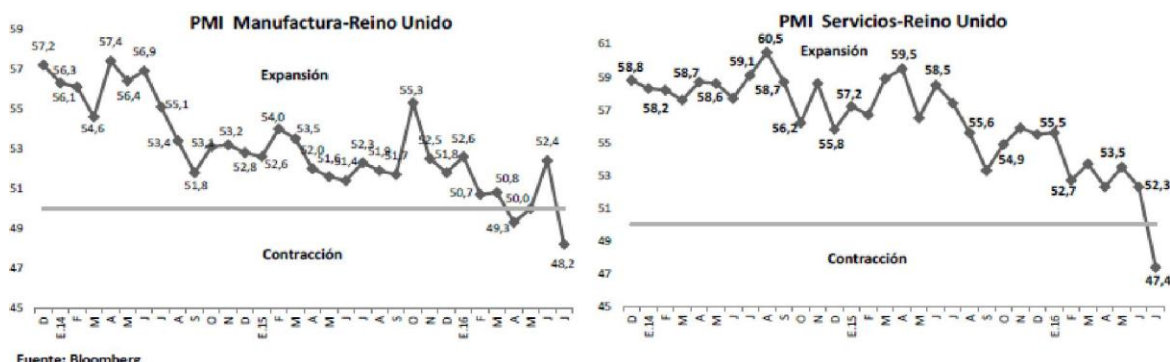
En la Comunidad Europea está habiendo una recuperación, ha habido una recuperación en los periféricos. España está creciendo a unas tasas interesantes, no tanto el año pasado creció, casi 4%, pero este año va a crecer un poco debajo de tres, digamos, para ver la recuperación que han tenido estos países periféricos, pero obviamente esta situación en que está Estados Unidos.

Europa se espera más bien que tal vez su política monetaria siga siendo expansiva, que tal vez tenga programas más agresivos de compra de bonos; no en setiembre, estarán dando en noviembre, tal vez incluso sea la tasa más negativa. De lo que es difícil porque ya hay protestas muy fuertes de gente anciana que sencillamente pensaba vivir de los intereses y cada vez recibe menos. No solo recibe menos plata, le quitan plata por depositar. En este momento 14 trillones de bonos de gobierno del mundo están con tasa negativa, o sea, que usted recibe menos dinero que han entregado; eso obviamente para un jubilado que pensaba vivir de los intereses no es la mejor situación.

Reino Unido sí se ha visto afectado. La buena noticia —no de la caída de Reino Unido— es que el impacto parece estar muy

contenido y no está afectando mucho a los otros países ni siquiera la Unión Europea que era la más perjudicada. Obviamente ha introducido volatilidad.

En el Reino Unido, el impacto negativo del Brexit se reflejó en los índices adelantados de actividad de julio, que señalaron una contracción de la actividad por servicios y manufactura.



Reino Unido (Tasas de crecimiento anual)

	2014				2015				2016	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Crecimiento del PBI	2,9	3,2	2,8	3,0	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0	2,2
Consumo Privado	1,9	2,1	2,7	1,8	2,5	2,8	2,2	2,9	2,8	3,0
Precios al Consumidor	1,7	1,7	1,4	0,9	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4

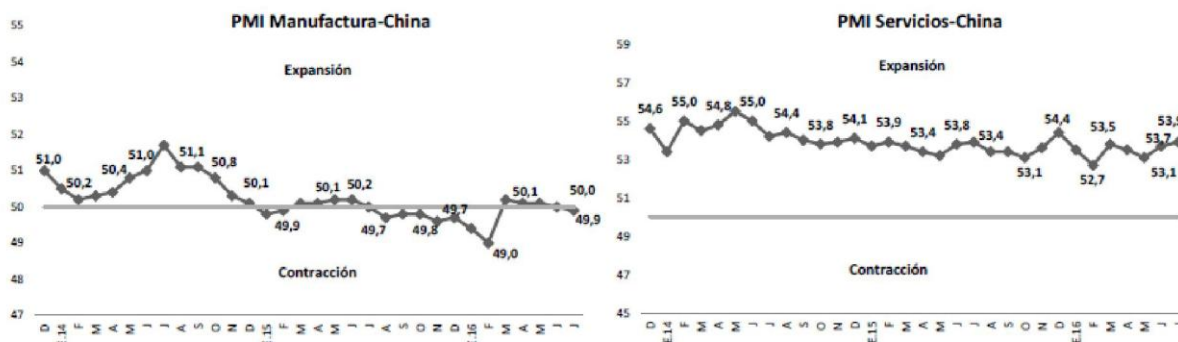
Si vemos qué pasó con la... Podemos regresar a la tasa del FED. Pueden ver cuando hubo la salida de Inglaterra los temores con respecto a recesión mundial, se acentuaron las probabilidades de subida de tasa, el FED, porque cree que la economía mundial debe ser muy débil, debilitaron fuertemente y recién han cambiado ya totalmente, porque se ve que el impacto no parece ser tan grande fuera del Reino Unido.

China sí es el país más importante. Acabo hablar casi como un loro repitiendo lo que dicen otros, porque no somos expertos en China y el banco. Pero la gente que más conoce, y acá buscamos hablar con ellos, cree que una gran parte del ajuste de China ya dio en el pasado. Si bien hay riesgos todavía una desaceleración fuerte, estos riesgos se han venido disipando, y la mayor parte de la gente cree que simplemente el crecimiento de China viene descendiendo gradualmente en el tiempo, o sea, no va a tener una caída fuerte, por riesgo ciertamente hay.

Está comenzando a crecer más rápido el consumo. Si bien el consumo de servicios también, comprando más en tiendas, etcétera. Eso no nos beneficia tanto porque para consumir servicios no demandan cobre, zinc, nada de eso; pero sí es algo sano para China, para seguir rebalanceando su economía. La inversión que antes era el motor del crecimiento ya no lo viene siendo tanto, pero la inversión privada no le irá... La inversión privada, privada, es decir, empresas privadas, es donde hay un comportamiento bastante bajo, 2, 3%. La que seguido siendo un poco alto son las empresas estatal chinas, que ahí sí hay ajuste bastante fuerte, muchas de ellas son ineficientes, el

problema es que tiene un costo político, ya se han cerrado algunas, pero tiene un costo político realmente ajustar más estas grandes empresas chinas.

En China, los indicadores adelantados de actividad son mixtos: mientras que el sector de servicios se ubicó en la zona expansiva; el de manufactura se ubicó en zona de contracción.



Fuente: Instituto de Estadísticas de China

China

(Tasas de crecimiento anual)

	2014	2015				2016	
	IV	I	II	III	IV	I	II
Crecimiento del PBI	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7
Precios al Consumidor	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	2,3	1,9

Fuente: Bloomberg

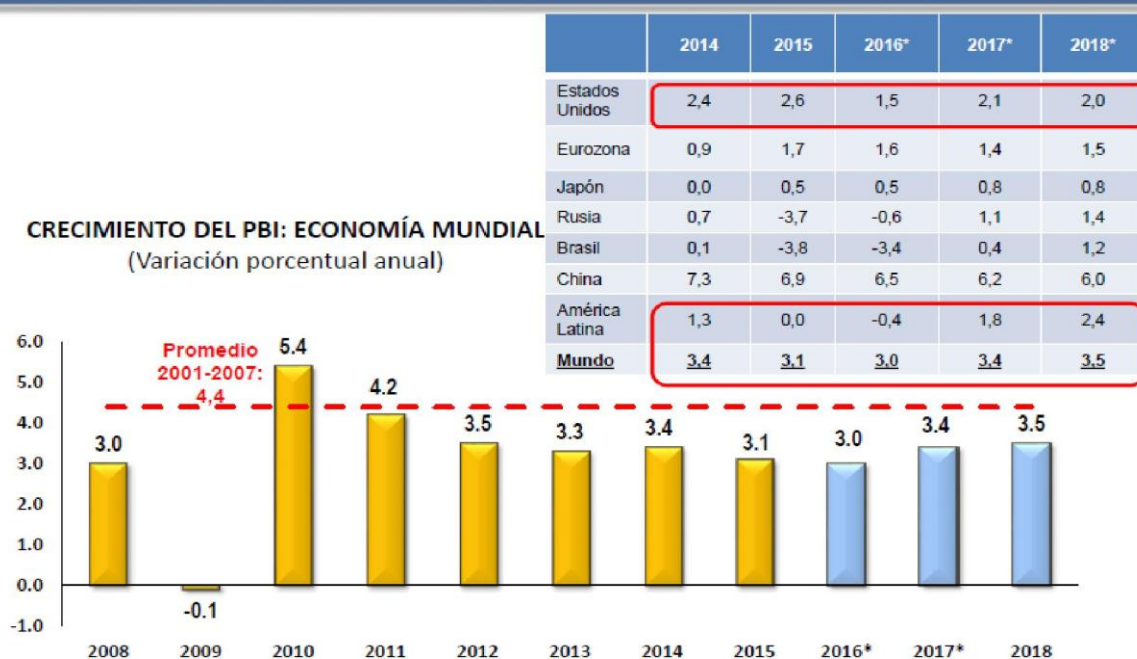
Pero, hay optimismo cauto de que está rebalanceando su economía, lo malo que ese rebalance de la economía, más a consumo y más a servicios, beneficia menos a economías exportadoras de *commodities* como nosotros, lo bueno es que no hay ya casi crisis.

Puedo ver el servicio que está creciendo, manufactura ya no tanto, incluso están cortando manufactura. Si alguien iba a Beijing veía como el smog, una capa oscura, que impedía ver la ciudad sencillamente por la polución. Esa industria más cercana a China pesada, que usaba carbón, le están tratando de controlar, está creciendo también la industria no contaminantes y servicios.

A nivel mundial -y disculpen que enfatice la parte mundial, pero acabo de marcar los límites y lo que podemos crecer- lo que no se ha afectado. Es en gran medida el escenario mundial.

El problema de agrego de medición, muchas de las cosas que se están desarrollando no se miden bien porque están creciendo realmente cosas ligadas hacia la tecnología o para poner a lo que utilizamos todos, correo electrónico. Estamos todos mejor realmente recibiendo correo electrónico. Pero eso ha significado que el Producto Bruto Interno ha caído, porque ya no hay carteros.

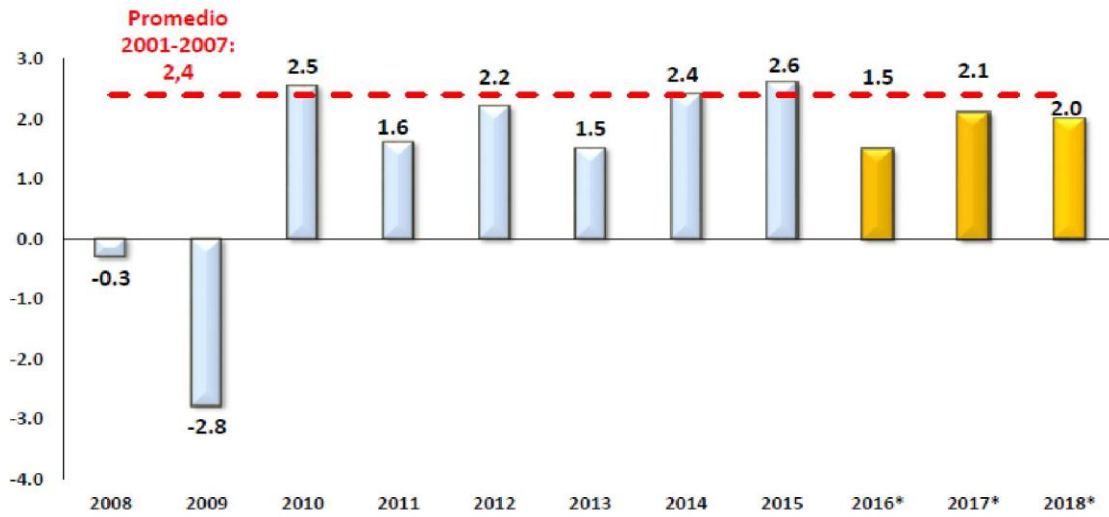
Se espera una recuperación del crecimiento de la economía mundial para 2017.



O sea, no hay este gasto y es tan simple que todo el mundo está mejor, pero se registra como caído el producto porque sencillamente esta provisión de servicios físicos, alza parecido. Y está pasando con muchas cosas, cada vez una mayor demanda de estos servicios que hace que la medición sea una regla más complicada. Lo digo porque las tasas esperadas ahora son mucho menores.

En el caso de Estados Unidos, se espera una recuperación del consumo y la inversión para el próximo año superado el efecto de la menor inversión (sobre todo del sector de hidrocarburos) y temores de recesión observados a inicios de año.

CRECIMIENTO DEL PBI: ESTADOS UNIDOS
(Variación porcentual anual)



FUENTE: FMI y BCRP (Proyección)

Estados Unidos que en 2014 y 2015 creció 2,4 de 2,6; estaría creciendo entre 1,5 y 2% en 2018. Tal vez crezca unos 7 este año para tener suerte que para el tercer trimestre se está apuntando un poco mejor. Pueden ser las predicciones que tenemos.

El caso de la aéreo zona después de crecer 0,9 en 2014, está en un crecimiento bajo de 1, 4 y 1,5 que se mantiene.

Japón está creciendo debajo de 1, pero la población viene cayendo en Japón, incluso cuando uno ve producción por trabajador en Japón, ha crecido tanto como Estados Unidos o en Europa. Lo que pasa es que el número de trabajadores japoneses viene cayendo como consecuencia de los cambios demográficos previos.

La población de edad en trabajar en China, también ya comenzó a caer, por si acaso. Y los cambios demográficos creo que estamos percibiendo, tal vez, con suficiente fuerza, incluso en el Perú; Brasil -para que tengan una idea- ya tiene menos hijos por mujer que Estados Unidos.

Lo que pasa es que todavía la cantidad de mujeres en edad de procrear sigue creciendo y no se nota tanto.

Nosotros mismos estamos en una situación que tal vez en veinticinco años, Meche, esté proponiendo subsidios para que las madres tengan más hijos.

En este momento los cálculos son 2,18 por mujer, para que la población se mantenga en 2,1. Lo que pasa es que las mujeres en edad de procrear todavía son cada vez un poco más amplias, por un momento vamos a tener probablemente caídas, efectivamente primero por trabajar y luego de población total. Estamos en el boom demográfico todavía.

Se estima una desaceleración gradual en China. Las políticas se están reorientando a impulsar el crecimiento fortaleciendo el mercado interno.



FUENTE: FMI y BCRP (Proyección).
* Proyección

China sí es importante, está desacelerándose pero aún las tasas son perfectas y soportables y que ha ido al mundo, 6,9; 6,5; 6,2 y 6,0; por ahí estiman la mayor parte de la gente que se mantenga, que no esté en aterrizaje forzoso.

Estados Unidos, ya mencionó las cifras, estaría en 2,2%; ojalá que se pueda aplicar estos programas expansivos fiscales que todo el mundo recomienda y la situación sí valdría y sí nos beneficiaría enormemente. Algo va a levantar luego, pero mientras en periodos anteriores de crecimiento del mundo el comercio ha crecido más que el producto, pero en los últimos años el comercio viene creciendo menos que el producto.

Es más difícil salir adelante, el escenario de orientación no es tan benigno, incluso el año pasado hemos tenido cuatro meses de caída de comercio mundial.

Solo bienes, y cada vez es más difícil medir estas transacciones de programas de *Software*, etc.

El crecimiento del Producto Bruto Interno en China sería 6, en América Latina no estamos tan mal, acá tenemos las provisiones nuestras, va a ajustar después la de 2017, esta es la que teníamos en el reporte de junio.

Aquí he puesto los países de Sudamérica y México, se hubiera incluido alguno de Centroamérica y El Caribe, Panamá, República Dominicana, probablemente crezca más que nosotros.

Para el 2016-2017, estos dos años de espera deseamos que la economía más crezca, seguida de Bolivia.

Me adelante lo que comentaré luego.

He puesto 4,6 de crecimiento para el 2017, pero he visto que alguien que estuvo en el directorio del Banco Central, la semana pasada estuvo yendo a un programa y dijo 4,3, que es la cifra que tenemos, básicamente afectado por el oleoducto.

El oleoducto está bajando casi 0,2 de crecimiento, en el pronóstico que tenemos más reciente es que el oleoducto todavía no se ha resuelto en caso todo el próximo año. Eso baja el 2017, sube el 2018.

Obviamente si el oleoducto se resuelve antes y comienza a transportar petróleo, la historia sería un poco distinta. Este escenario además son unos pasivos y que no se está incorporando todavía las medidas de gobierno y el efecto que pudiera tener.

En el sector externo tenemos ahí la crisis que hemos tenido han caído los precios de los *commodities*, han de caer normalmente ahora, han caído ahora porque los *commodities* se han vuelto un activo financiero.

Si tengo bonos de gobiernos con tasa negativa y tengo al costado oro que me rinde cero o cobre, el contrato está en cobre y a largo plazo se vuelve un activo financiero atractivo.

Entonces, lo que pasa cuando se espera que suba la tasa de interés como se espera que suba la tasa de interés en Estados Unidos, sencillamente los *commodities* se vuelven menos atractivos.

Nosotros seguimos para el caso del cobre, los contratos cortos y largos, o sea, puede ser especulativo si se quiere, y se ve cómo se mueve realmente con las dietas e intereses y eso es lo que más mueve el precio del cobre a corto plazo.

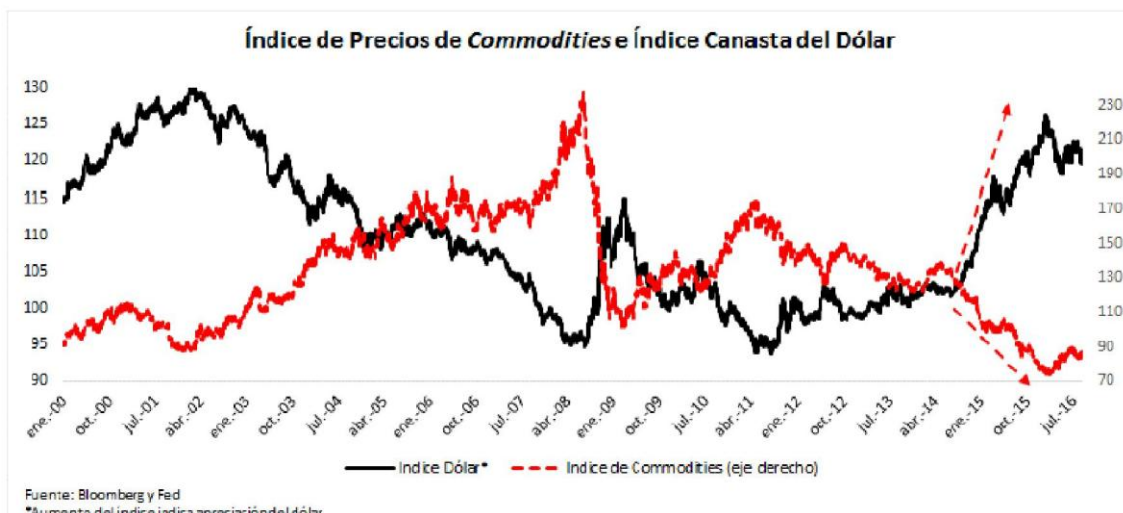
Hemos tenido cinco años de caída de precio de *commodities*, ahí pueden ver el precio de los *commodities* que ha estado en coordinación inversamente con el dólar. El dólar es el día negro que se ha ido fortaleciendo en el mundo, no está llegando a los niveles. Estados Unidos con sus socios comerciales -esto lo publica el Banco Central Norteamericano permanentemente- no ha subido tanto como otros periodos porque el *Joan* casi no se ha devaluado, China ha convertido a los socios comerciales más importantes que Estados Unidos, mucho más que hace quince años y básicamente el *Joan* Chino ha estado pegado al dólar americano. O sea, ha depreciado en un 4% en agosto, pero básicamente pegado.

Un factor que explica la desaceleración de las economías emergentes ha sido la caída de precios de los *commodities*, los cuales a su vez disminuyeron como respuesta al menor crecimiento de China, la apreciación del dólar y el exceso de oferta de algunos *commodities*.

Variación últimos 12 meses (en %)

	2014	2015	2016*
Índice Dólar	9,2	10,5	0,2
Índice de <i>Commodities</i>	-17,0	24,7	-2,6

* Al 19 de agosto



Estamos realmente con el dólar que está muy por encima históricamente, ¿qué indicaría esto? Que probablemente ya llegó a su pico, ya se ha corregido. Con esto regresa a cómo afecta al Perú, probablemente esta salida de emergente está puesta contra emergente, es contra el euro, contra al Yen y ya se ha dado en gran medida, incluso estos movimientos por esta pequeña subida del FED ahora, que pueda darse, son movimientos para llamar a una forma tácticos, aprovechando la volatilidad en el momento, probablemente por fundamentos ya esté el tipo de cambio donde debería estar.

Esto está afecto a todas las exportaciones para diferentes países en América Latina, puede ver que Perú se ubica más o menos en los países que menos ha caído las exportaciones; Bolivia está entre los que ⁻¹¹⁻ más ha caído, Bolivia también

tiene que tener cuidado con la trampa.

Los precios del petróleo recién comenzaron a caer el segundo semestre de 2014 y el gas boliviano estaba ligado al precio del petróleo con seis meses de retraso; o sea, Bolivia recién lo ha sufrido el 2015, por eso la caída de Bolivia recién se ha dado en el 2015, en los otros casos Perú y Chile, su precio comenzó a caer en el 2011.

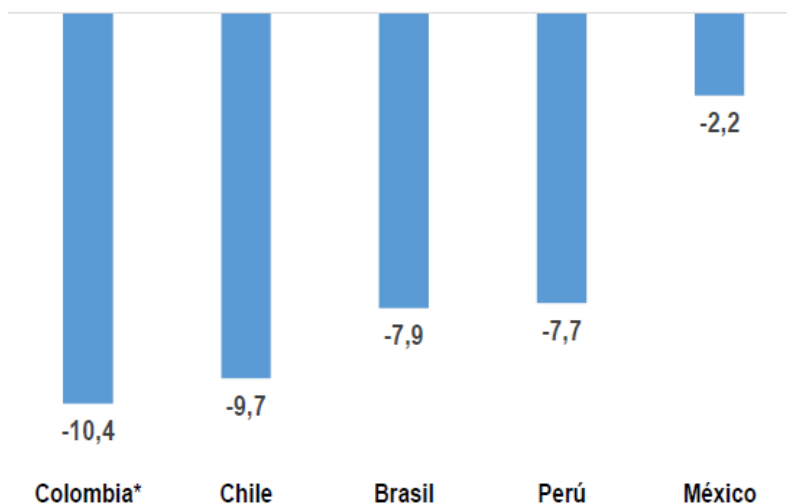
Los únicos que nos superan son países que no tienen *commodities*, Centroamérica.

Sí, Centroamérica es un importador de *commodities*, a ellos más bien les ha beneficiado la caída del precio del petróleo, de otros *commodities* que importan. Si vemos no traicionar eso, hay que tomar cuatro veces el Asia

Pacífico más Brasil, lo que llama el Fondo de los cinco países integrados financieramente, estos son los que sufren volatilidad también, aquí es donde ingresa flujo de capitales grandes, donde salen flujos de capitales grandes; en Bolivia, Ecuador, Venezuela, Argentina, participan de esa integración financiera del mundo.

Se observa una caída de las exportaciones no tradicionales de los principales países de la región, sobretodo en las ventas dentro de la región.

Var.% Exportaciones No Tradicionales: Junio
(Var. % acumulada últimos 12 meses)



* Comprende la variación acumulada a mayo.

Hemos caído menos que todos los países, excepto México. Y México porque exporta básicamente a Estados Unidos, estas son exportaciones que no son *commodities*. Lo que pasa es que muchos de todos nosotros, Colombia, Chile, Brasil, Perú, nos vendemos entre nosotros; entonces, como todos hemos sido afectados, en conjunto nos hemos visto afectados y algunas de las cosas que exportamos tienen *commodities*; el alambre de cobre, su precio cae con la caída del precio del cobre, etc.

Lo otro, como mencioné, el mundo, el comercio casi no está creciendo. Y eso hace que incluso da pena; o sea, México con Estados Unidos que va recuperándose, no consigue todavía aumentar sus exportaciones, de ahí la Chapa Peña Nieto, de ahí que López Obrador incluso aparezca nuevamente como candidato fuerte, etc.

En balanza comercial estamos mejorando algo, sigue cayendo las exportaciones, pero ya hemos comentado un poco las exportaciones. Este año aparentemente superamos a Colombia y Venezuela, durante los últimos diez años nos venía superando todas las exportaciones, ahora los superamos no por las razones buenas, no porque crezcamos más, sino porque caemos menos. Simplemente lo indico.

Y nuestra balanza comercial que fue 2 200 000 millones negativo en el primer semestre del año pasado, ahora está en negativo pero solo 840 millones de dólares. O sea, el ajuste ya viene dándose y ha sido un ajuste paulatino.

: Las exportaciones peruanas disminuyeron US\$ 13,2 mil millones desde el 2012. El déficit comercial del primer semestre se redujo a casi un tercio del alcanzado en el mismo periodo del año anterior por menores importaciones.

	Balanza Comercial (millones de US\$)					
	2 012	2 013	2 014	2 015		2 016
				I Sem.	AÑO	I Sem.
1. EXPORTACIONES 2/	47 411	42 861	39 533	16 438	34 236	15 925
Productos tradicionales	35 869	31 553	27 686	11 157	23 291	11 039
Productos no tradicionales	11 197	11 069	11 677	5 239	10 857	4 842
Otros	345	238	171	42	87	43
2. IMPORTACIONES	41 018	42 356	41 042	18 601	37 385	16 765
Bienes de consumo	8 252	8 843	8 899	4 144	8 791	4 004
Insumos	19 273	19 528	18 797	8 109	15 923	7 091
Bienes de capital	13 347	13 664	12 911	5 968	12 007	5 514
Otros bienes	145	321	435	380	664	156
3. BALANZA COMERCIAL	6 393	504	-1 509	-2 162	-3 150	-840

Fuente: BCRP, Sunat, Zofratatna, Banco de la Nación y empresas.

17

Ahí pueden ver obviamente tanto en ellas, puede generar el volumen que ha ido creciendo, luego el café ha crecido 54%, pero el precio cae 26; el cobre, crece 46%, pero el precio cae a 21; y uno podría seguir con esta lista.

En volumen venimos creciendo, en precio desgraciadamente seguimos siendo golpeados.

Cuando vemos los pagos que hacemos al resto del mundo, deben darse cuenta del gasto corriente que incluye no solo la balanza comercial, sino también pago de intereses y pago de servicios.

Nuestro déficit viene bajando, **-13**. el año pasado fue de 4,8, este

año esperamos que sea 3,8%; el segundo trimestre del año pasado fue 5,1, segundo trimestre de este año ha sido 3,7, se puede ver claramente el descenso y esperamos que siga bajando el próximo año a 3% y a 2,8 el 2018.

Todo esto está financiado por capitales a largo plazo privados, esta es inversión extranjera y préstamos de largo plazo al sector privado, que superan el déficit en cuenta corriente.

O sea, tenemos un financiamiento relativamente sano, no estamos dependiendo realmente del flujo de corto plazo para eso o que indirectamente esté financiando por el gobierno.

Los términos de intercambio cinco años es una de los periodos más sostenido de caída de precios de *commodities* que hemos tenido, viene cayendo ya por quinto año los precios de exportación, recién esperamos que comience a operarse en 2017, 2018. Pero ahí hay varios factores.

De repente acá -permítame veinte segundos- un factor de China que efectivamente crece algo menos, además de *commodities*, probablemente los dos factores más importantes son otros que no tienen cuenta, que con los precios altos se iniciaron muchos proyectos de exportación.

El caso más debatido es en petróleo, Estados Unidos es el mayor productor mundial de petróleo y es gracias a los precios altos que comenzó explotarse el petróleo, etc.

Nosotros mismos el cobre, que vamos a ver las cifras, pero vamos a ver de 1,3 a 2,7 millones de toneladas de cobre. Eso es oferta, una oferta enorme.

Países que solamente tenían minería artesanal, como Panamá, Ecuador, están iniciando trabajos en dos minas, una de trescientos setenta mil toneladas, otra trescientos veinte mil toneladas de cobre; países que nunca eran mineros, que estaban fuera de radar, sencillamente con los precios altos, la exploración se acentuó, se comenzó a hacer los proyectos y esa oferta va a venir y eso probablemente va a limitar por un tiempo, esperanzas que los precios puedan recuperarse fuertemente. (4)

Tecnología, que fue el caso de Estados Unidos, el mayor yacimiento en la historia mundial de gas es de la costa de Egipto, siempre estuvo ahí, solo que no había la tecnología para descubrirlo. Los avances tecnológicos también ayudan realmente a esto.

El volumen de exportaciones está creciendo básicamente, tradicionales ahora, pero se vio en los últimos quince años. Creo que hemos tenido realmente un importante crecimiento por unos tradicionales y va a seguir.

Creo que recorté algo de la exposición.

Las nuevas hectáreas que se incorporan a la agroexportación moderna son ciento cuarenta mil, Majes Sihuas, Chavimochic y Olmos.

El potencial de la costa peruana es enorme, no solo ordenamiento sino también tamaño, ahí hay muchas oportunidades. Para que tengan una idea, el estado más ~~14~~ rico agrícola es Estados

Unidos, California.

En Estados Unidos, en California, la zona más rica es el valle central. El valle central tiene una extensión que es 25% de la costa y nuestros rendimientos son mayores.

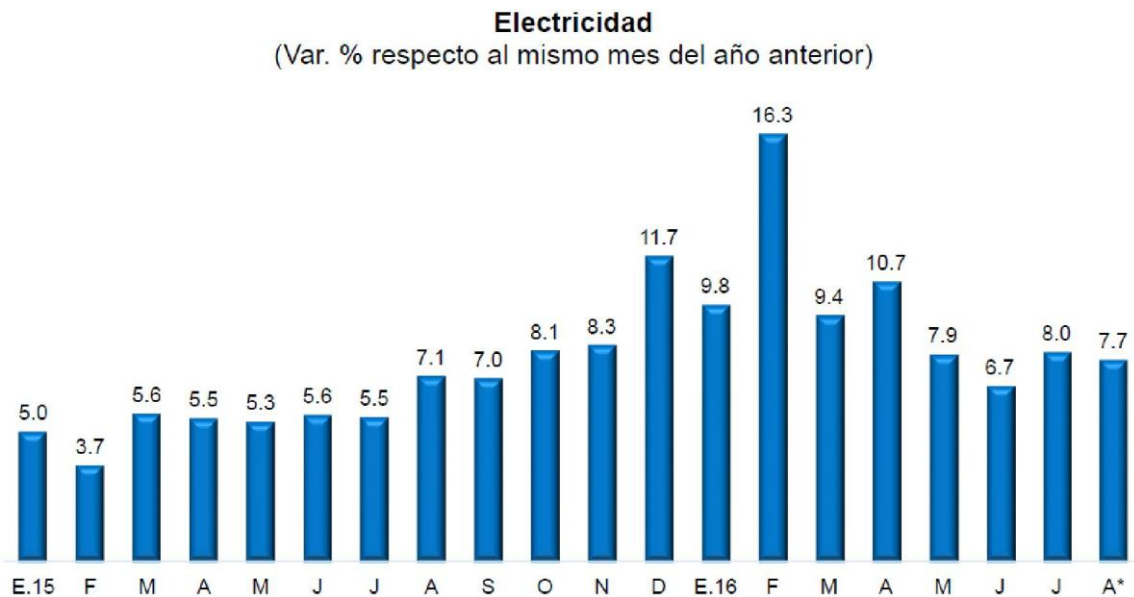
Los paltos en Perú son más que el doble que en Chile, para dar una idea del potencial que se puede tener ahí. Puede potenciar a desarrollarla pero es algo que todavía no tenemos.

Acá tienen la producción. Estás, tomas recientes, voy a pasarlo muy rápido porque la producción minera nos ha ayudado ese tiempo.

Chile tuvo en los años 80, lo que se llama la década minera. También como acá hubo grandes proyectos mineros que impulsaron su producción enormemente más que la duplicaron, como va a pasar acá, felizmente para ellos que no es el caso para nosotros ahora, sí estuvo acompañado de una madre creciente en los otros sectores. El Producto Bruto Interno se duplicó en diez años.

Chile tenía ingreso per cápita menor que nosotros el año 1970 o 1975, Brasil también. Lo que pasa es que nosotros tuvimos una pérdida bastante grande.

La producción de electricidad continua mostrando tasas altas, en parte por la mayor demanda proveniente de la minería



* Datos al 24 de agosto.
Fuente: COES

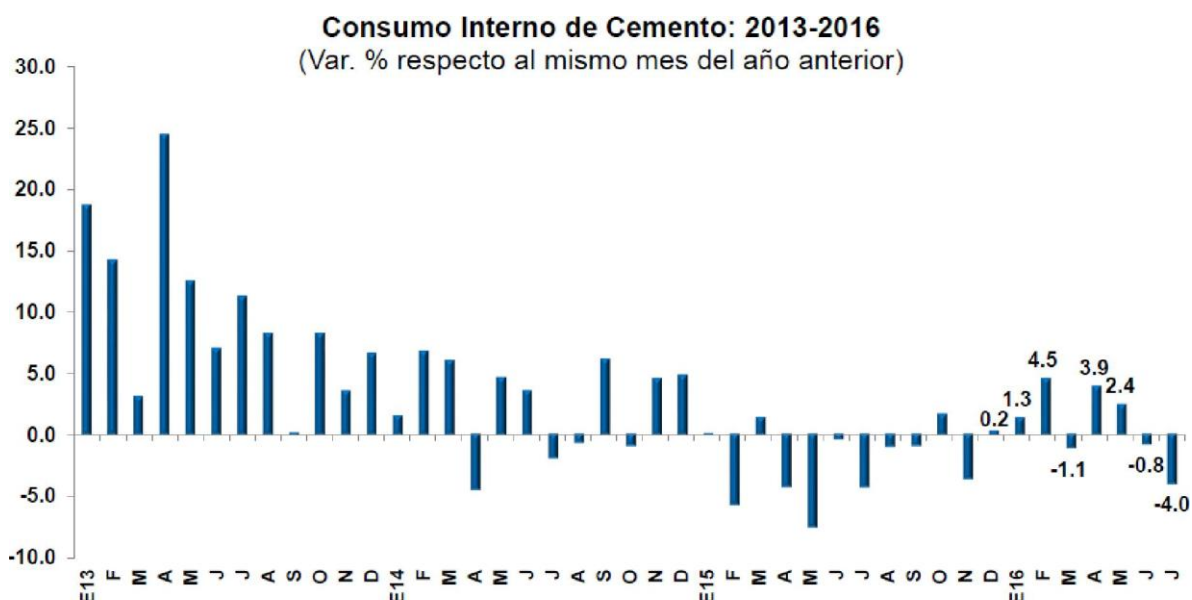
Está ayudando mucho la recuperación este año, algo va a ayudar el próximo año y algo menos en 2018, 2019 y 2020 si no hay nuevos proyectos el aporte ya sería muy marginal.

Electricidad, también está teniendo una demanda importante, en parte a la entrada también por la producción minera que jala, la ampliación de Cerro Verde consume más energía que la ciudad de Arequipa, para tener una idea.

O sea, gran parte de este criterio de densidad, también está ligado a la minería.

El consumo interno de cemento se venía recuperando pero la caída reciente de inversión pública la ha jalado hacia abajo.

El consumo interno de cemento se desaceleró en los últimos meses por una reducción de la inversión pública



Fuente: INEI, ASOCEM y empresas cementeras

La buena noticia son expectativas, o sea, si se juntan estas expectativas positivas con las medidas adecuadas, sí creo que puede haber un impacto favorable en la economía.

Los consumidores están bastante altos, la última encuesta que tenemos nosotros que son la de fines de julio, comienzos de agosto, estamos en expectativas bastante que no se vean, casi veinte meses, expectativas positivas de empresas con respecto al comportamiento de la economía, cuánto piensan invertir.

Esta semana estamos haciendo nuevamente encuestas, pero las tenemos recién para fines de esta semana, a comienzos de la próxima. Se publican el próximo viernes y la publica el Banco Central.

Probablemente este ánimo creo que se va a mantener en lo fundamental.

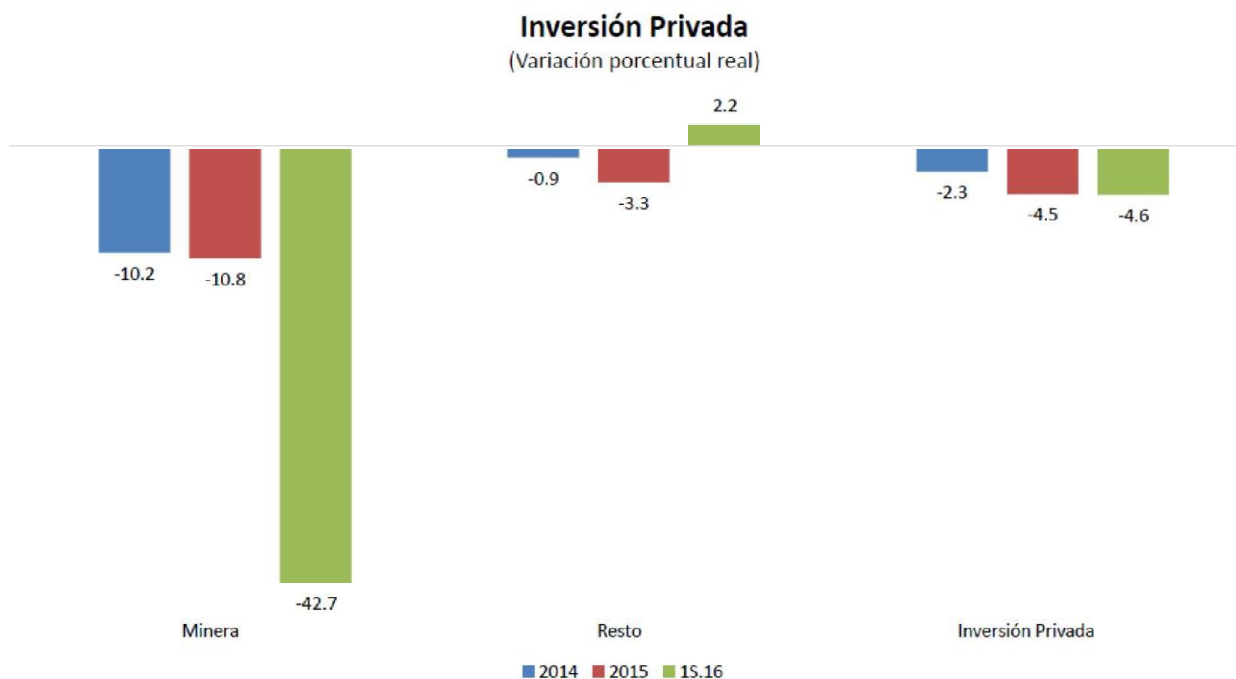
La inversión privada ha caído fuertemente, pero ha caído básicamente en la minera. La minera está en su tercer año de caída, cayó el 2014, 10%; el 2015, 10,8%; y este año está cayendo el primer semestre, 42,7%.

El resto de la inversión minera, ha comenzado a crecer tímidamente, pero dentro del conjunto, determina contrayéndose la inversión privada en 4,6%, más por esta caída tan fuerte de inversión minera.

Se espera algo más de caída, tal vez el próximo año y después se estabiliza por la reinversión que tienen que hacer las empresas mineras. O sea, estamos llegando casi alto.

Ojalá si se arreglan nuevos proyectos, podremos arrancar y hay algunos intereses antes.

La inversión privada refleja principalmente la caída en la inversión minera



El crecimiento del producto, estamos poniendo ahí las cifras. En algún momento algo de los *commodities* y la caída de precios de *commodities* que nos afectó.

Creo que el comportamiento pudo ser mejor, aún en algunos periodos para no enfatizar tanto eso.

Lo que sí quiero señalar es que al momento de subir los *commodities* fue el país que más creció también, y dentro de Sudamérica fuimos el séptimo en recibir beneficios de precios *commodities* más altos. O sea, los exportadores de petróleo, gas, como Colombia, Ecuador, Venezuela, Bolivia, tuvieron un beneficio mayor de crecimiento de su precio de exportación; Chile también, Argentina y Paraguay, por el precio de la soya.

O sea, siendo el séptimo país beneficiado con los precios de los *commodities* fuimos el que más creció. Algo se hizo bien y solo porque está acá la ministra, no. Creo que habría reformas que vienen desde antes, estaría Macro Mayor que creo que favoreció que pudiéramos tener una mejor performance.

En la caída también hemos ido algo mejor, por un poco, esta reforma y creo antes que también estaría Macro que ha ayudado.

Puede haber un montón de otros problemas que si alguien me pregunta, puedo contestar.

Por sectores económicos estamos esperando que crezca 4% la economía con minería que es el sector que más contribuye, la producción no primaria donde está ni minería ni agricultura ni pesca, crecería 2,8% este año y esperamos que 3,6% el próximo y 4% el 2018.

En los próximos dos años, el PBI primario moderaría su alto dinamismo mientras que los sectores no primarios continuarían recuperándose en un contexto de crecimiento de la inversión privada.

PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)						
	2014	2015	2016		2017*	2018*
			I Sem.	Año*		
Agropecuario	1,9	3,3	1,0	2,3	3,9	5,0
Agrícola	0,7	1,8	0,2	1,8	4,0	5,5
Pecuario	5,8	5,5	2,4	2,9	3,7	4,2
Pesca	-27,9	15,9	-41,9	-2,4	29,7	4,3
Minería e hidrocarburos	-0,9	9,5	19,8	14,1	8,3	4,5
Minería metálica	-2,2	15,5	26,9	18,2	8,4	5,1
Hidrocarburos	4,0	-11,5	-9,0	-4,1	8,5	1,5
Manufactura	-3,6	-1,7	-5,3	-1,8	3,8	4,0
Recursos primarios	-9,3	1,7	-14,5	-0,9	10,3	4,0
Manufactura no primaria	-1,5	-2,7	-1,8	-2,0	2,0	4,0
Electricidad y agua	4,9	6,1	8,9	7,8	5,5	5,0
Construcción	1,9	-5,8	1,5	0,0	3,5	5,5
Comercio	4,4	3,9	2,5	3,2	3,8	3,8
Servicios	5,0	4,2	4,3	3,9	3,9	3,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	<u>2,4</u>	<u>3,3</u>	<u>4,1</u>	<u>4,0</u>	4,6	4,2
Nota:						
PBI primario	-2,2	6,8	8,0	8,7	7,9	4,6
PBI no primario	3,6	2,4	3,0	2,8	3,6	4,0

Acá esto que comentaba antes, en esta proyección pasiva, como lo mencioné, un ex director del Banco Central, ayer, si nuestra proyección es 4,3%, pero por margen de 0,2% del oleoducto que no está produciendo, que más bien agrega crecimiento después en el 2018.

O sea, bajamos a 4,3% y sube a 4,4 o 4,5% el 2018. Es un factor muy puntual y también depende un poco que también haga Petroperú su labor de construcción del oleoducto.

La demanda interna ha estado débil, pero el factor que más vemos nosotros, felizmente ha mantenido su fortaleza.

En consumo, este año el primer semestre ha crecido 3,5%, se espera que sea 3,5% el 2016; el 2015 creció 3,4%. Es la mitad del crecimiento que se tenía hace seis años de consumo porque el consumo de 3,5 es una tasa realmente de la cual casi cualquier país se sentiría orgulloso, no es una tasa baja.

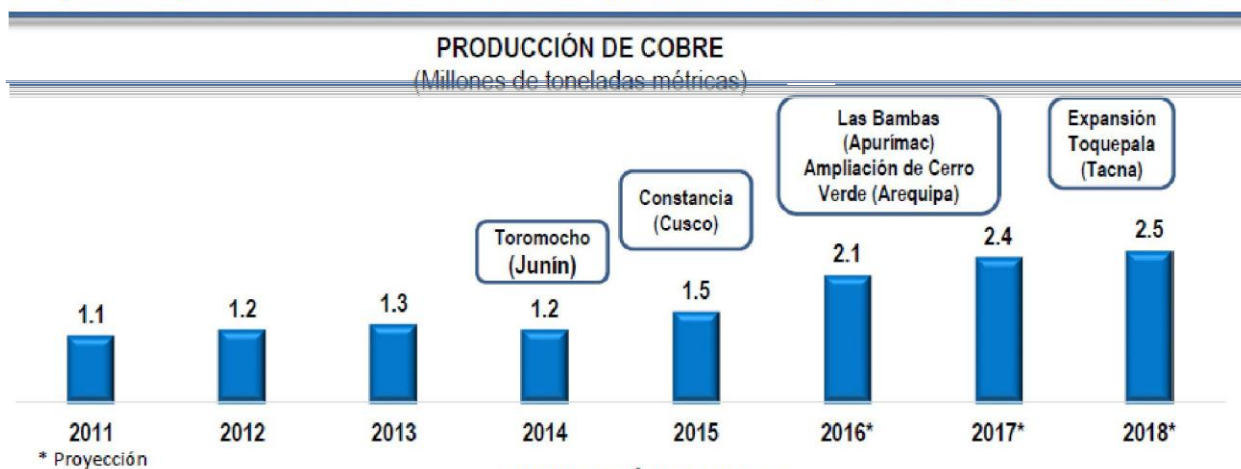
El decrecimiento que está afectando ahí es inversión que ha venido cayendo, que hace que la demanda interna caiga. Y en el caso público se ha privilegiado más el gasto corriente y más bien la inversión pública se ha estado resintiéndose.

La inversión de cuota fija, la tenemos ahí por niveles y vamos después a ver la inversión pública con más calma.

Ha venido cayendo el 2015 y llegaba a 4,9%, de inversión pública fue 5,7% el 2013 y 5,4% el 2014 que muestra esta caída en inversión pública.

Ahí tienen la producción de cobre, voy a explicar más la parte de inversión pública en un momento.

La producción de cobre se duplicaría entre 2014 y 2018, contribuyendo con 0,6 puntos porcentuales al crecimiento promedio del periodo (4,0 por ciento).



PRODUCCIÓN DE COBRE
(Miles de toneladas métricas)

	2015	2016*	2017*	2018*
Antamina	412	445	450	450
Southern	298	293	300	366
Cerro Verde	208	523	575	575
Antapaccay	203	212	210	210
Toromocho	182	162	192	200
Constancia	106	126	130	130
Las Bambas	7	287	462	500
Resto de empresas	212	215	223	229
TOTAL	1628	2 245	2 542	2 660

32

Ha estado pasando de 1,3% a 2,5%, casi duplicando la producción de cobre. Ese incremento de oferta no solo de Perú sino de otros países, eso es lo que también está incidiendo en que la recuperación del precio de cobre frente al futuro no vaya a ser tan rápida, se tiene que absolver esta nueva producción.

Dicho sea eso, para no dejar un mensaje de pesimista, si cayera mucho el cobre, ha estado en los países con menores costos.

En esta reunión de minero de Canadá me pidieron que expusiera yo no hice el trabajo, lo pedí que lo hicieran— con la memoria de las principales mineras. En ese momento era de 2014, nuestro costo era la mitad que en Canadá, el caso de producción de cobre, era como 40% más bajo que en Chile.

Es decir, si una caída de precio de cobre, otras minas cerrarían y las nuestras seguirían operando.

Hay proyectos de inversión por 30 millones que son mucho menos que tenía hace cuatro o cinco años, o sea, es una cantidad que puede sonar grande pero no es una cantidad tan importante.

Estos son proyectos que se anuncian, el Banco Central llama a las empresas y si van hacerlo, y cuando nos confirman es que los incorporamos acá.

Proyectos de inversión confirmados por US\$ 33 mil millones para 2016-2018

	TOTAL INVERSIÓN	NÚMERO DE PROYECTOS
Minería	9 982	34
Hidrocarburos	5 168	18
Energía	3 920	34
Industria	2 200	12
Infraestructura	4 821	24
Otros Sectores	7 742	107
TOTAL	33 833	229

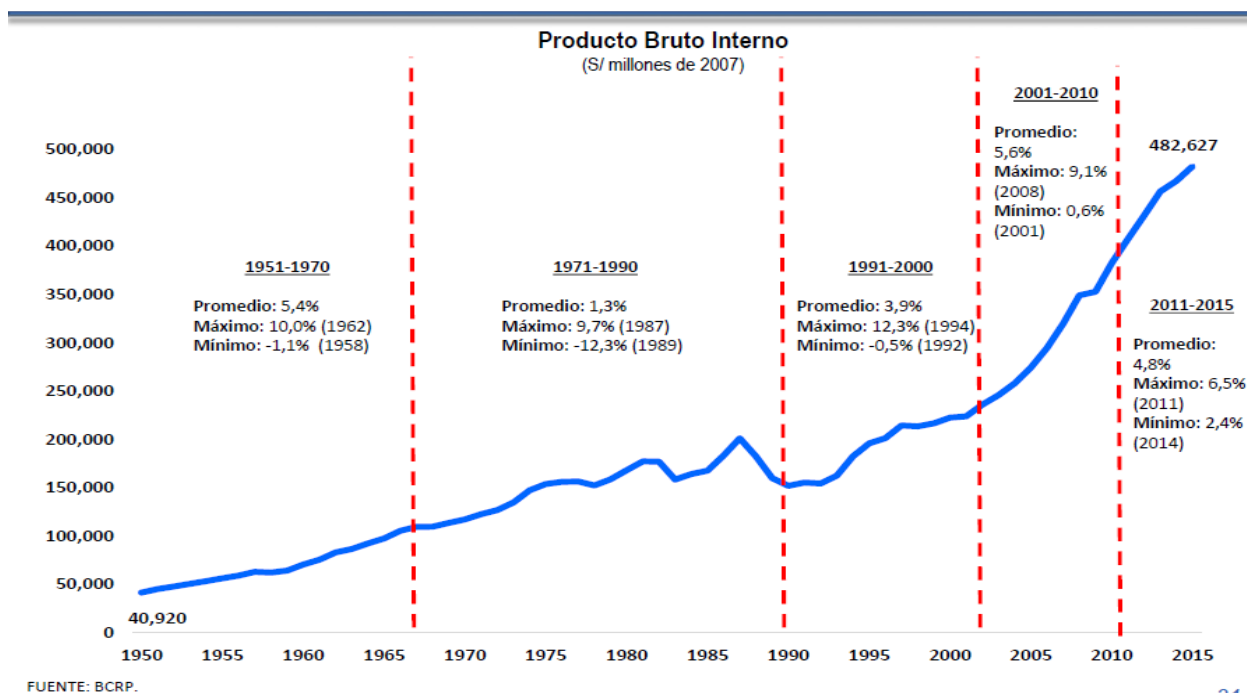
SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Southern Perú Corp	Ampliación Toquepala
	Aluminium Corp Of China (Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Compañía de Minas Buenaventura	Tambomayo

Hemos tenido un periodo de recuperación, hemos tenido un periodo muy largo de estancamiento. Recién el 2006 recuperamos el ingreso de 1975, que hace una tragedia. Eso cuenta en importancia y estabilidad.

Muchas veces uno se preocupa de crecer más en un año o en un quinquenio.

El caso de la historia del Perú es preocuparse de evitar a toda costa nuevas caídas, Bruno Seminario, compañero de cátedra de la presidenta de la comisión, ha sacado un libro de casi mil páginas, reconstruyendo las cuentas nacionales de 1700. En un escudo de pérdida de crisis, Perú creció como Gran Bretaña, pero se ha recuperado muy rápido después de la crisis.

Perspectiva de largo plazo: Recuperación de la economía desde 1990 y alto crecimiento en los últimos 15 años



34

Las caídas fueron el terremoto de 1948 que sucedió en Lima, el Conde de Superunda, la Independencia que empobreció bastante por las guerras intestinas. Los dos países que evitaron esta guerra de caudillos fueron Chile y Brasil que le fue mejor. La guerra con Chile se calcula que cayó cerca de 50% en ingresos y la recuperación fue buena, en base a [...] en 1995 y continuada hasta la Gran Depresión, este periodo de los 80 con la crisis que la caída fue bastante severa.

Treinta y un años sin crecer, lo normal lo que se espera de crecer algo. Si hubiéramos crecido a la tasa que hemos crecido los últimos quince años, ese momento tenemos per cápita, nuestro ingreso ya se había desarrollado.

Obviamente fue una ilusión, no hubiera podido crecer si estaba continuadamente, pero vea usted lo que se perdió.

Lo que quería destacar acá es la importancia de la estabilidad, el periodo 2001 a 2010, hemos crecido 5,6% y este periodo más reciente ya se ha garantizado el crecimiento a 4,8%.

Si ponemos incluso a 2011, que fue 6,5%, el crecimiento hubiera estado más próximo a 4%.

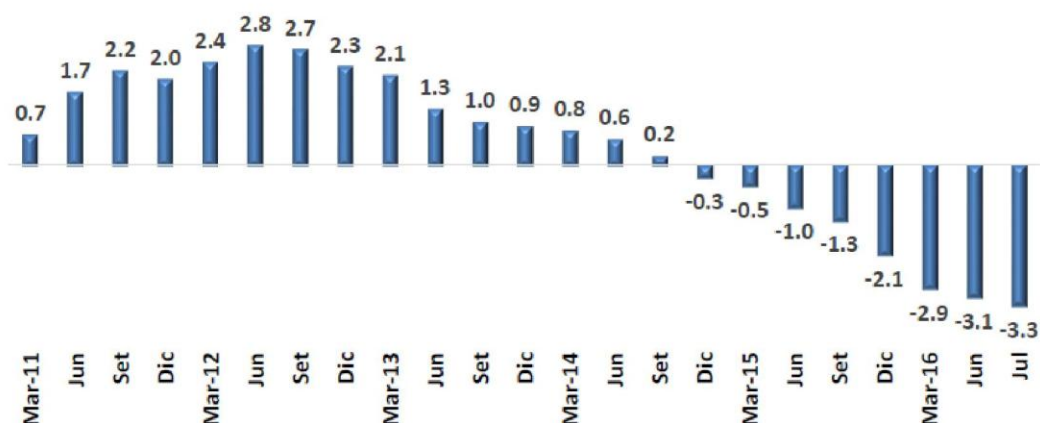
En julio, el déficit del sector público no financiero acumulado en los 12 últimos meses se elevó a 3,3 puntos del PBI, mayor en 1,2 puntos respecto a diciembre 2015, debido a la caída de los ingresos corrientes.

Porcentaje del PBI

	2013	2014	2015	Jul 2016*
Ingresos corrientes del gobierno general	22,1	22,2	20,0	19,0
Gastos no financieros del gobierno general	20,5	21,5	21,3	21,3
Corriente	14,4	15,5	15,8	16,0
Formación Bruta de Capital	5,6	5,5	4,7	4,7
Resultado económico sin*	1,7	-0,3	-2,1	-3,3

* Acumulado últimos 12 meses

Resultado Económico del Sector Público No Financiero (Acumulado últimos 12 meses, porcentaje del PBI)



El sector público no financiero, pasamos de superávit, éramos unos países, pocos países que tuvo superávit de 2013 y hemos pasado ya déficit, a julio hemos tenido un déficit de 3,3%, los últimos doce meses y queda poco margen de acción, parte ha sido por caída de ingresos corrientes del gobierno general y parte porque no ha habido el control en los gastos corrientes. Los gastos corrientes que eran 14,4% es producto de 2013 y ahora 16% de producto en julio de 2016.

La formación bruta capital de inversión pública, cayó de 5,6% del producto a 4,7% del producto, estimado para este año.

Es importante porque el tipo de gasto tiene multiproblemas muy distintos.

Nosotros estimamos y también el Fondo Monetario ha hecho una estimación reciente multiplicado de dos a dos meses y medio, muy iguales a las nuestras.

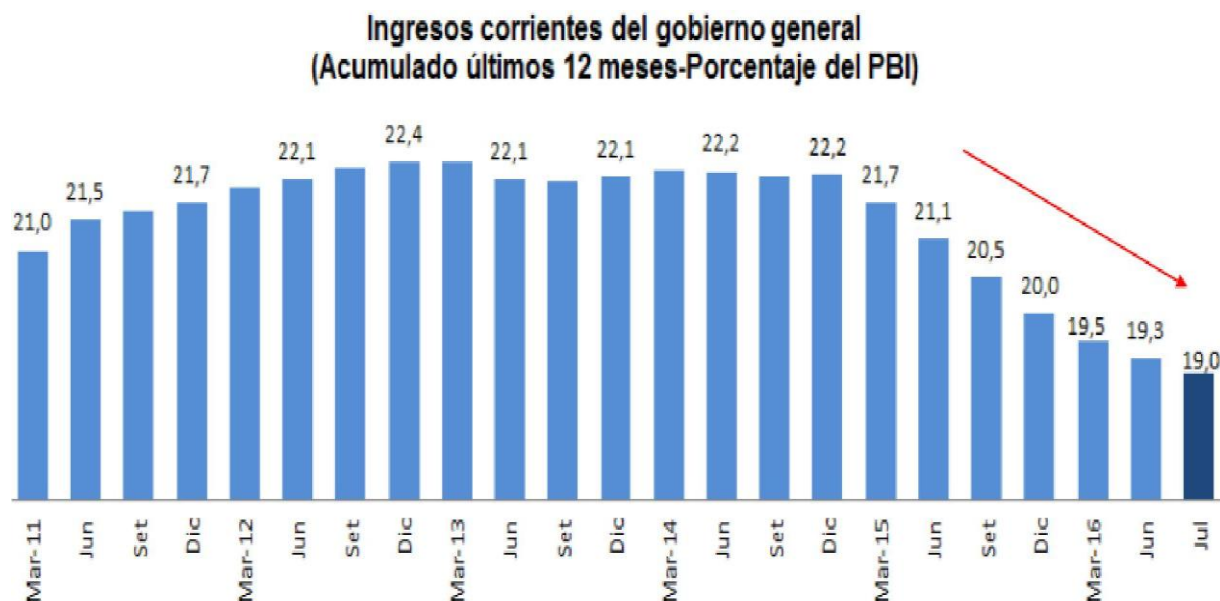
La inversión pública, el multiuso es 5% que tenemos nosotros; es decir, si uno invierte un millón, el efecto que nos da es 1 500 000, incluso si esta inversión se centra más en modelo de tierra y locales, termina siendo mayor.

Lo que hemos visto en estudios que hemos hecho del Banco Central -y lo tiene como explicación de este crecimiento mayor en ciudades pobres- es que el mayor gasto local eleva jornales, porque no ha sido contrata, ese agrícola se aumenta el consumo en toda la zona y beneficia así al conjunto, incluso podría ser como dos.

El de gasto corriente lo-23- tenemos en 0,4%; o sea,

realmente si uno tiene economía, inversión pública es más eficiente que gasto corriente. Con esto no quiere decir que no tenga esencia de gasto corriente, un hospital sin médicos no tiene sentido.

Reducción de los ingresos corrientes del Gobierno General desde 2014



Tenemos los ingresos corrientes que están cayendo, como mencioné ante, cayendo de un pico de 22 a 19%, de precios *commodities* ha incidido la rebaja de Impuesto a la Renta que se dio y las devoluciones también en el proyecto que veremos luego. (5)

La retrasada en diciembre, o sea, en Perú un retraso en diciembre que ha hecho que devoluciones mayores sean este año.

O sea, para no mostrar una cifra tan mala, una mejor cifra en dinero fiscal, las devoluciones que debieron darse en noviembre y diciembre, se han dado recién ahora.

Eso se ve más claro en el siguiente cuadro. Hay 0,7% que cae por las medidas fiscales, Impuesto a la Renta, etc. 0,2% por caída del precio de minerales, importaciones que están también ligadas a lo anterior. Muchas de las importaciones que están cayendo son por esta caída de inversión minera que se viene dando.

Explica 1,8% de productos y la devolución de impuestos de los mega proyectos, hay cinco regímenes de evaluación de impuestos adelantados, pero también están viendo la devolución de impuestos porque se está exportando más. O sea, exporto más cobre pero necesito más insumos, el crédito fiscal ahí es mayor que una devolución posterior. Pero en general son devoluciones.

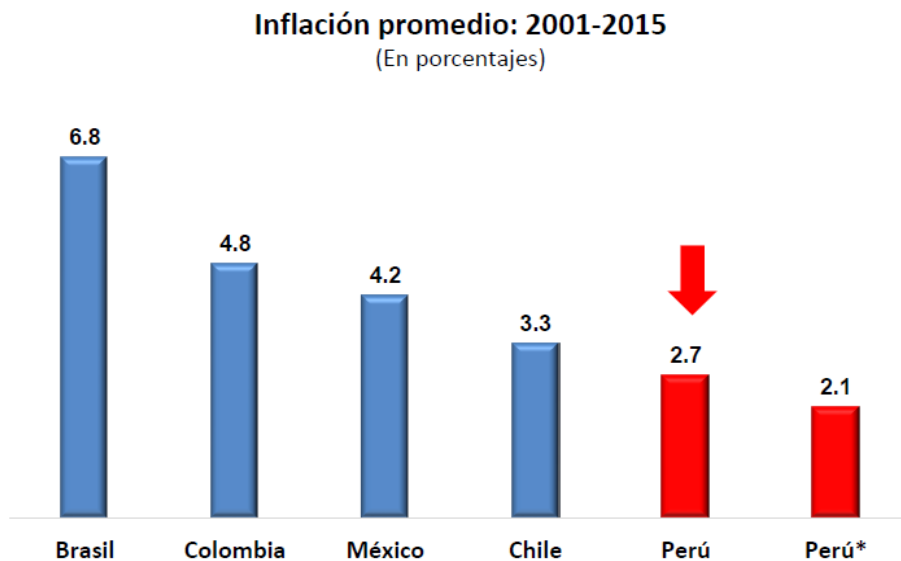
O sea, se infunden de eso antes y ahora ya no están viendo el ingreso, están habiendo mediana devolución que jala hacia abajo.

La caída de precios y producción de petróleo después del oleoducto también tiene impacto ahora.

Acá tienen la formación bruta de capital. En el gráfico de abajo se aprecia básicamente abril de 2014, esta caída fuerte de la inversión pública.

Algunas medidas aparentemente buenas de control de gastos de dinero realmente una contracción del gasto de inversión pública, estas medidas era si el proyecto que ahora sería de más de 20%, el cálculo hubiese hecho el estudio, tenía que hacerse nuevamente. Eso para la edición busca un montón de proyectos.

La inflación promedio de Perú ha sido la más baja de la región en los últimos 15 años



Fuente: OECD

* Sin alimentos y energía

Después de levantó, pero ya era el efecto y hemos tenido antes este periodo, desde abril de 2014, básicamente a una tendencia decreciente en la inversión pública.

A pesar de este déficit hay que reconocer que hay espacio fiscal. El año 2005 tenemos dentro de los mercados emergentes, que he estado poniendo incluso países ricos como Emiratos Árabes Unidos, que tenemos el puesto doce. Ahora como deuda más baja tenemos el puesto cuatro, está el Estado de Chile que ha sido bastante conservador; y Rusia, país petrolero; está Emiratos Árabes Unidos, país petrolero. Esa deuda bruta es 23,1% de producto; o sea, hay cierto margen, pero sí hay que invocar prudencia, es una situación en que efectivamente si el dinero se gasta bien en su infraestructura, hay margen para endeudarse.

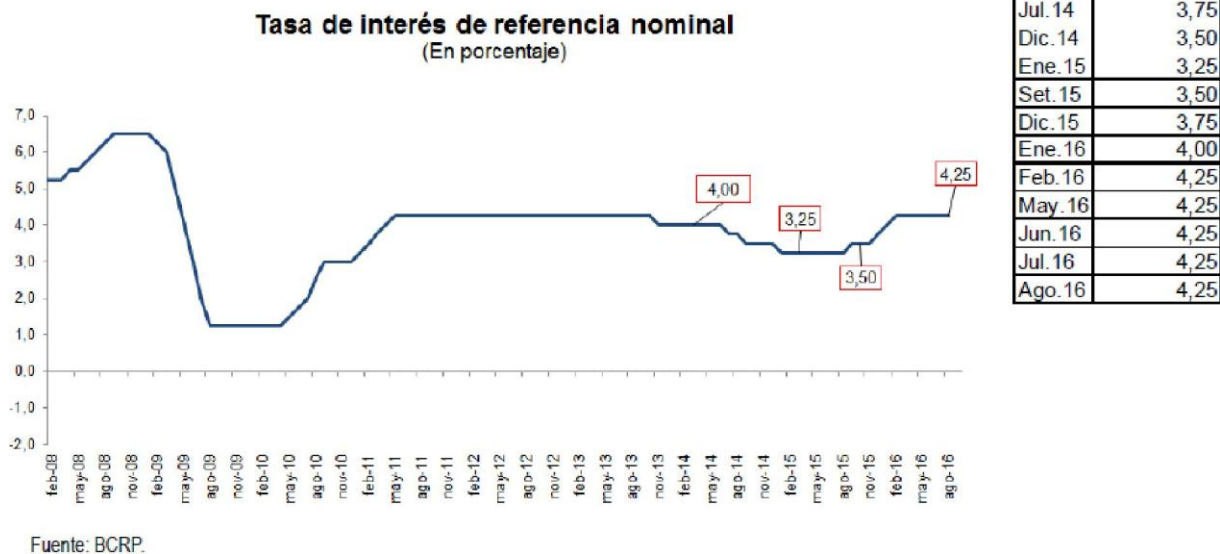
Hay que recordar que España tiene una deuda sumamente baja, antes de 2008 y después se disparó muy rápidamente; o sea, también hay necesidad, de invocar prudencia siempre, inversión pública que se justifique y que amplíe potencial productivo, etc.

La inflación ahora que es el tema. Tenemos la inflación más baja de la región de los países que tienen meta de inflación. Este es el promedio de 2001 a 2015, en promedio esa inflación ha sido 2,7%.

Si tomamos inflación sin alimentos ni energía, que es la que siguen los bancos centrales está en 2,1%.

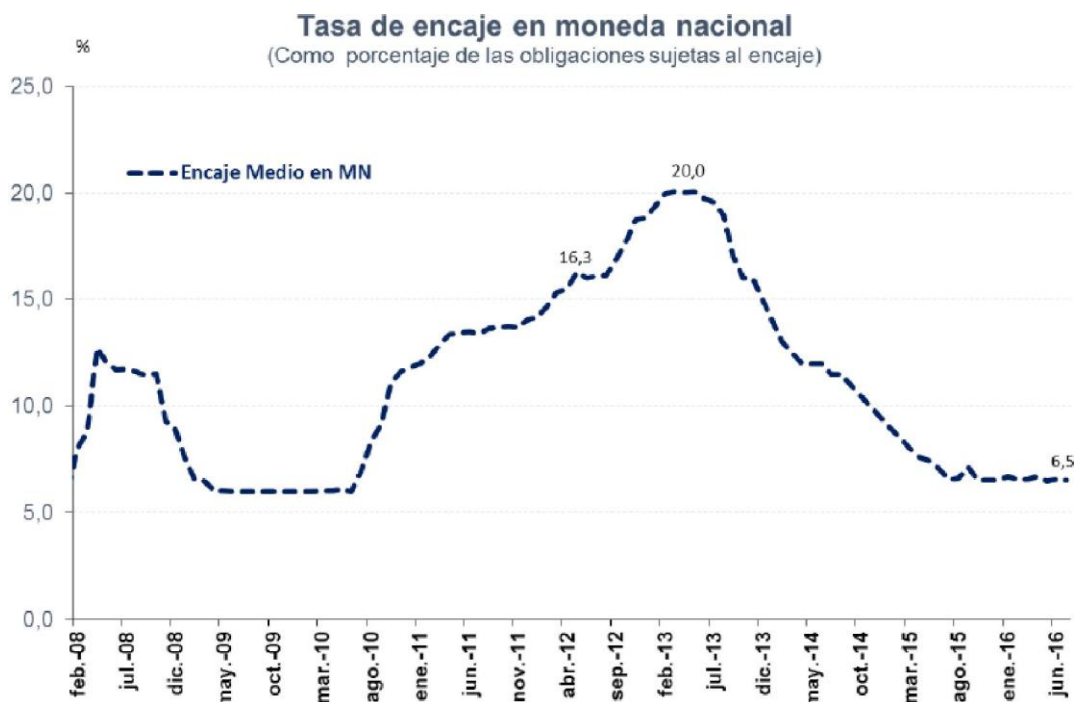
Nosotros en el momento de la crisis hemos bajado la tasa de interés y el encaje. Ahí están las cifras, comenzamos a bajar la tasa de interés que estaba en 4,25% en octubre de 2013, en noviembre a 4% y la bajamos hasta 3,25% en enero de 2015.

El Banco Central elevó la tasa de referencia al inicio del año, alcanzando 4,25 por ciento para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación.



Desgraciadamente las expedidas de inflación comenzó a subir, estas inflación está por encima de donde apuntamos la inflación y la experiencia en el mundo es que si se deja que la expedida de inflación se desboque, bajar la inflación luego es mucho más costoso.

El BCRP ha disminuido la tasa de encaje en soles desde abril de 2013



Hemos subido la tasa de interés primero en setiembre del año pasado y luego en diciembre, enero y febrero. Felizmente esta medida ya nos permitió retornar la inflación del franco.

El temor que tenía -y lo puedo ²⁶- decir ahora porque se ha

superado el impase- es que estábamos como Colombia.

Los principales países de Latinoamérica que siguen el esquema de Metas de Inflación comenzaron a subir sus tasas de interés en 2014.

Tasas de Interés de Política de Bancos Centrales de Latinoamérica

(en porcentajes)

	2013	2014	2015	Mar.16	2016*
Brasil	10,00	11,75	14,25	14,25	14,25
Chile	4,50	3,00	3,50	3,50	3,50
Colombia	3,25	4,50	5,75	6,50	7,75
Mexico	3,50	3,00	3,25	3,75	4,25
Perú	4,00	3,50	3,75	4,25	4,25

*Al 11 de agosto

Colombia subiendo su tasa de interés, subiendo su tasa de interés y ya está en 75% y su inflación en 9%; o Brasil, casi tiene 14,25% y no puede bajar la inflación.

Realmente actuar oportunamente. Lo que subió la inflación eran factores que no era demanda, era que el tipo de cambio se había depreciado fuertemente y alguno choca con alimentos.

Por eso no reaccionaríamos, pero cuando la inflación esperada a futuro, con el que el comerciante va a comenzar a elevar sus precios, el no actuar iba a ser que esta inflación alta pudiera perpetuarse, era mucho más costosa bajarla luego.

Tenemos la tasa de interés política en el siguiente cuadro.

Tenemos la tasa de encaje y también hemos hecho en mayo tenemos incluso casi 21% la tasa de encaje en cuanto a los depósitos en soles en los bancos, tiene que estar en el Banco Central, que en una forma está eliminando créditos, si se quiere.

Después del anuncio que hizo Bernanke que en ese momento era presidente del Banco Central Norteamericano, que el momento al retiro del Fondo Monetario, se iba a acercar, los mercados se volvieron locos, etc.

Nosotros comenzamos a bajar la tasa de encaje el siguiente mes y la bajamos a 6,5%.

La moneda se disparó, el bono del Tesoro Norteamericano que pagaba 1,6%, pasó a pagar más de 3%; o sea, el precio del bono norteamericano cayó tanto que el bono en vez de variar de 1 a 6, pagaba el doble, 3%.

En la región, la inflación ha retornado al rango meta en Chile y Perú ante la reducción de las presiones depreciatorias y estabilización en el precio de los commodities y las acciones preventivas de política monetaria.

América Latina: Inflación Anual						
	Brasil	Chile	Colombia	México	Uruguay	Perú
Rango Meta:	2,5-6,5	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-4,0	3,0-7,0	1,0-3,0
Dic.13	5,9	2,9	1,9	4,0	8,5	2,9
Mar.14	6,2	3,9	2,5	3,8	9,7	3,4
Jun.14	6,5	4,3	2,8	3,8	9,1	3,5
Set.14	6,8	4,9	2,9	4,2	8,4	2,7
Dic.14	6,4	4,6	3,7	4,1	8,3	3,2
Mar.15	8,1	4,2	4,6	3,1	7,6	3,0
Jun.15	8,9	4,4	4,4	2,9	8,5	3,5
Set.15	9,5	4,6	5,4	2,5	9,1	3,9
Dic.15	10,7	4,4	6,8	2,1	9,4	4,4
Ene.16	10,7	4,8	7,5	2,6	9,7	4,6
Feb.16	10,4	4,7	7,6	2,9	10,2	4,5
Mar.16	9,4	4,5	8,0	2,6	10,6	4,3
Abr.16	9,3	4,2	7,9	2,5	10,5	3,9
May.17	9,3	4,2	8,2	2,6	11,0	3,5
Jun.17	8,8	4,2	8,6	2,5	10,9	3,3
Jul.16	8,7	4,0	9,0	2,7	10,1	3,0

Fuente: Bloomberg

En las tasas de interés la política de los bancos centrales de América Latina, en los países de la Alianza y El Pacífico a excepción de Colombia están casi alineadas.

Todos subimos cuando empezó a subir la expectativa de la inflación, en este momento tenemos la misma tasa que México, Colombia sí está en 7,75 y con una inflación de 9% que se le está yendo de la mano. Felizmente y aparece que llegó el tipo y comenzó a bajar, pero es un banco central bien manejado, una economía en término macro también muy bien manejada. El problema es cuando se va de las manos, la cosa puede ser bastante peligrosa.

Brasil sí está con su tasa de 14,25%, ya no creo que la suban. La tasa de 14,25% para bajar la inflación es una tasa salvajemente alta.

La inflación, este año esperamos tener 2,8, aproximadamente de inflación, el próximo año en 2%. No puse lo que llaman *Fan Chart* ahí, pero puedo usar el radio de proyecciones, muchas veces presentamos un abanico de posibilidades porque realmente hasta donde se puede llegar en este radio de proyecciones no hay.

La inflación anual en los demás países lo pueden ver ahí, Chile, Perú y México están en el rango y son unos de los pocos países que están en el rango del mundo, como se puede ver en el siguiente gráfico.

Se critica mucho -y no lo hago por responder críticas, pero no se entienda le ~~esquema de meta inflación~~, no hay un botón mágico que nos asegure realmente que la inflación puede estar en un rango, simplemente cuando uno no tiene esquema de meta inflación acá apunta que las acciones del Banco Central están orientadas a retornar la inflación al rango.

Casi todos los países van a estar abajo o encima del rango aparentemente. Acá he puesto los países que tienen meta inflación, los desarrollados. En los países desarrollados de 2014, el 80% estuvo fuera del rango; el 2015, el 70% fuera de rango; y a julio de 2016, el 70% está fuera del rango.

En los países emergentes el 83% estuvieron fuera del rango en 2014; 83%, fuera de rango el 2015; y al 2016, 27% fuera de rango.

El mes pasado, tanto Perú como Chile entramos al rango nuevamente, pero no hay un botón mágico, ojalá pudiera haberlo pero desgraciadamente no se ha descubierto todavía una medida específica que nos conduzca a la inflación exacta.

Lo que nos importaba mucho era que esto que nos llevó a subir la tasa de interés, era que la espera de inflación están alejándose al rango y era peligroso para encontrar inflación a futuro, ya hemos hecho que regrese al rango. Nos da más tranquilidad.

Aquí tenemos en el siguiente gráfico, la aprobación de la inflación, como mencioné, está en 2,8% a fines de este año y 2% el próximo año.

Ese es el espectro del más probable, o sea, es un rango más amplio porque realmente proyectar con un punto que si

ya le acierta ha sido de pura suerte, es casi imposible.

Se prevé que la inflación de Perú permanezca dentro del rango meta para los próximos dos años

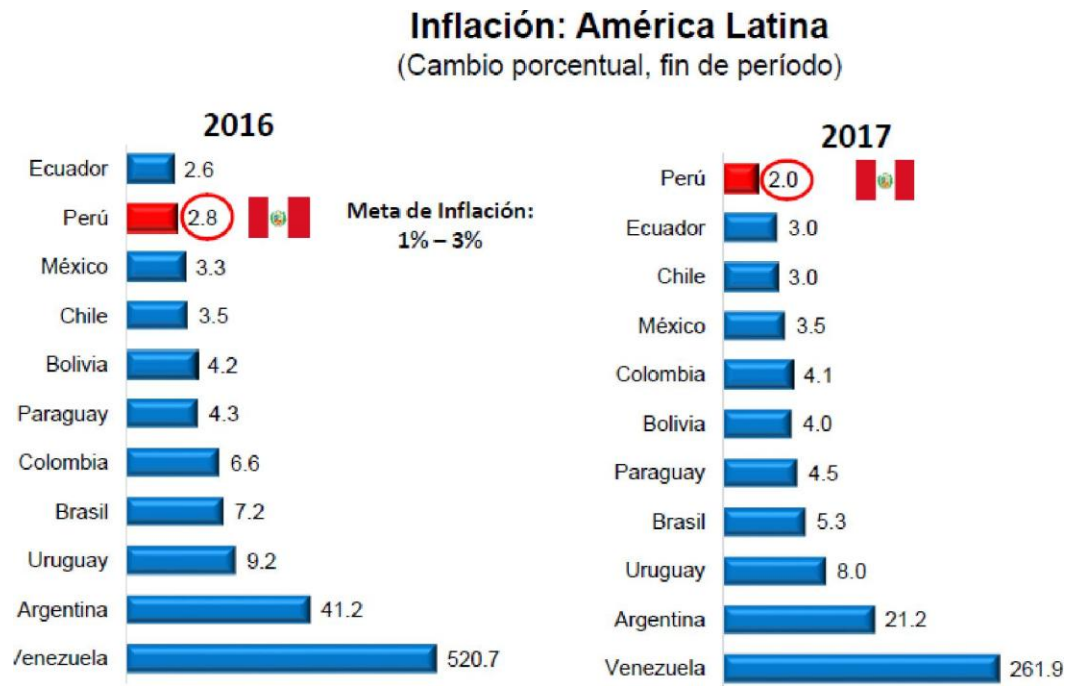


Figura 6. Inflación en América Latina, 2016 y 2017

La inflación en la región este año vamos a tener la segunda inflación más baja después de Ecuador.

Ecuador está en recesión, Ecuador su producción va a caer este año, Ecuador está dolarizado, Ecuador se ha dolarizado teniendo casi siempre inflación más alta que nosotros, solo que el dólar está fuerte en todo el mundo; o sea, todo se puede importar más barato porque el dólar está fuerte frente a todas las monedas y está en recesión, no es sorprender que Ecuador tenga inflación más baja.

El próximo año sí esperamos tener la inflación más baja dentro de la región. Hemos sido el país que más crece con la inflación más baja, o sea, felizmente no ha estado desalineado los dos conceptos.

El crédito ha venido creciendo las tasas sanas, felizmente ya crece más el crédito en soles que el de dólares, dimos algunas medidas para atraer y dolarizas, medidas que eran muy difíciles darlas antes porque la gente creía hasta comienzos de 2013 que el dólar solo podía ir para abajo, que el sol se fortalecía.

Entonces, si ponemos medidas muy duras acá, simplemente se endeudaba con bancos de fuera o emitían papeles en Nueva York y la tasa de interés en dólares está históricamente baja, era muy complicado competir con eso. Recién cuando cambia el escenario, las medidas pueden tener un efecto.

La expansión está siendo básicamente en soles, todavía hay sectores que tienen créditos en dólares bastante alto, Corporativo era una empresa 47% en dólares, medianas empresas 44%, pequeña y micro empresa es muy poco en dólares, personas también ya caen menos-31- en dólares.

Ha bajado el ratio de iniciación, si hubiera retrocedido hasta 1999. En 1999, el 81% del crédito estaba en dólares, ahora es 29%.

Qué pasa cuando se tiene un porcentaje muy alto de crédito en dólares, cualquier depreciación hace que la economía se recese. Usted tiene un crédito hipotecario, se depreció 50%, su cuota crece, tiene menos dinero para gastar en otra cosa. Y eso recesa la economía.

La inflación sube, usualmente el mercado la pone en esa condición, está baja, se encienden los aumentos, el sueldo que se puedan dar no compensa esa inflación, ¿qué significa? Que usted pueda gastar menos en los otros bienes, se recesa la economía. Y otros factores que ya no valdría la pena extendernos.

Después el sector privado... Chile, Colombia, Brasil, México no permite depósitos en dólares. Nosotros sí, y me parece bien. No estoy criticando eso, me parece muy bien. Creo que la persona debe tener libertad para tener su riqueza en la moneda que quiera, solo que ciertamente sí dificulta el manejo del Banco Central frente a lo que pueda hacerse en Colombia, Brasil, México o en Chile.

Acá cuando hay una devaluación muy rápida, los depósitos se pasan directamente a dólares. Lo que hemos visto es que se pasó, felizmente, básicamente dinero institucional, lo que se llama *hot money**, el dinero que se mueve por [...] que le sobra fondos, cualquier empresa grande que le sobre fondos, fondos mutuos, las AFP, inversionistas. El chiquito todavía es un proceso muy gradual.

Nos interesa muchas veces que la depreciación a veces no sea tan rápida para este sector donde hay inercia, que cuando está en soles se queda todavía mucho tiempo en soles, no se pasa tan rápido. Nos da miedo que cuando se pasa en dólares, también regresar a soles le tome mucho tiempo.

Este dinero institucional si ve que ya no se va a depreciar, tasa de interés más alta en soles, comienza a [...] soles rápidamente. Pues, el otro, el chiquito, sí me preocupa porque tiene un comportamiento más [...] pero, bueno. Pero, bueno, si [...] recuperando depósito de soles también.

Intervención cambiaria, hemos tenido choques muy fuertes del anuncio de mayo de 2013 de Bernanke, destino monetario, subida de la tasa de interés en Estados Unidos, temores fuertes con respecto a China. Ya se habían calmado los mercados, pero en agosto del año pasado se deprecia la moneda china sin comunicar bien, comenzó a temerse que China iba a entrar a una competencia de devaluar para poder exportar más, y removió todos los mercados. Esos temores con respecto a China recién se han calmado en febrero de este año, después [...] que hubo en China.

Pero hemos tenido fuertísima caída de precios *commodity*, o sea un montón de factores que han hecho realmente que la presión cambiaria ha sido bastante **-32-** grande. Hemos [...] para

moderar la fluctuación, políticas que antes nos criticaban bastante, pero ahora son las usualmente recomendadas.

El último reporte de la institución que agrupa a bancos centrales y el Banco de Pagos Internacionales (BIS) [...] recomienda ahora inclinarse frente al [...] de economías pequeñas que no se deprecie tan rápido esta volatilidad, ¿no? y compramos para estos momentos malos. El último año que compramos, el último año de depreciación, compramos 13 300 millones de dólares, lo que vendimos 2013, 14 y 15 en término neto fue menos que eso, 12 000 millones, y había comprado para [...] momento malo, ese momento malo llegó. Este año debimos comprar en términos netos casi 1000 millones.

Realmente, este año, desde febrero, hemos intervenido con más de 13 000 millones de dólares indirectamente y directamente para que no se aprecie tan rápido, que no se [...] tan rápido porque creemos que la situación internacional todavía es bastante incierta, y no quisiéramos -para decir cualquier número- que se apreciara excesivamente y después, cuando los temores internacionales nuevamente renazcan, haya un salto brusco al tipo de cambio. Pero, bueno...

Las reservas internacionales continúan siendo bastante altas, son 62% del producto, estamos dentro de los países emergentes con reservas más altas. Taiwán tiene más que nosotros con porcentaje producto, República Checa, pero son bien pocos realmente los que nos superan.

Se espera una recuperación gradual de la economía, después hablaré, de repente, algo de factores de acá.

Hay riesgo de menor crecimiento, y creo que los riesgos son básicamente internacionales. Que nos [...] con respecto a China, este escenario de desaceleración gradual de China no se dé si no hay un aterrizaje forzoso, una desaceleración brusca que sí, obviamente, haría tambalear los precios de los *commodities*, los flujos, confianza en los mercados emergentes, etcétera. No creo que se produzca, pero ciertamente es un riesgo.

Que la subida de la tasa de interés frente al mercado lo vea como muy desordenado y cause un exceso de volatilidad. Y el resto de factores casi los veía, internacionales, como geopolíticos, o sea traen visita a México hoy día, al presidente Peña Nieto hoy día...

De repente, algunos personajes que gane en el poder, algunos países muy importantes, que puedan tener políticas que inspiran algo de confianza, vamos a poder de esa forma para no criticar a algún republicano que pueda haber acá.

Lo mismo, realmente, hay una rebelión contra las élites en todo el mundo, esta de [...] y [...] Polonia [...] manejarse muy bien, y está moviendo en varias partes. Cada vez es más difícil predecir el resultado de muchos eventos. Y riesgos geopolíticos también hay ciertamente.

De Rusia, Rusia no la he mencionado, cuando se da las sanciones aplica Estados Unidos para [...] a Rusia. Suiza, país pequeño, que está tratando de [...] su **33**. moneda, tiene que retirarse,

temió realmente que viniera mucha plata de Rusia, y también tambaleó todos los mercados.

La situación todavía no está resuelta en [...] geopolíticos. De Rusia su relación con los países que estuvieron en la Unión Soviética. China con las islas Spratly y otras en disputa, y los problemas de Medio Oriente.

Pero creo que lo principal es, ojalá que no se produzca, creo que la estabilidad macro es fundamental para el crecimiento económico.

Mencionaba el caso del libro de Bruno Seminario, si no hubiéramos tenido esta crisis grande, tendríamos [...] casi Gran Bretaña.

Hace dos semanas apareció un artículo en *El Comercio... Finacial Times* [...] hablando de Dinamarca, Dinamarca nunca tuvo crecimiento alto, pues siempre ha tenido un crecimiento bajo, pero sostenido, y eso ayuda a la larga a salir. Obviamente, no queremos crecimiento bajo, lo que queremos es crecimiento sostenido, que no haya nuevamente retrocesos hacia abajo, ¿no? [...] fiscal, pero creo que la trayectoria que se ha fijado de reducción es bastante importante y sí creo que [...] reformas que puedan mejorar [...] economía y que nos permita, efectivamente, tener una mejor performance en los próximos años.

Muchas gracias