

EL PESO DE LOS FACTORES EXTERNOS EN EL PERÚ¹

El entorno internacional se ha tornado menos favorable y podría impactar negativamente al país en lo que resta del 2022 y el 2023. La mayor probabilidad de una recesión global, concentrada en Estados Unidos y Europa, ha provocado una caída significativa en los precios internacionales de los minerales, la cual en episodios previos ha anticipado periodos de menor dinamismo de la economía peruana. Si bien el Perú cuenta con fortalezas macroeconómicas para enfrentar dicho panorama, ello podría ser insuficiente ante la elevada incertidumbre proveniente del ámbito local.

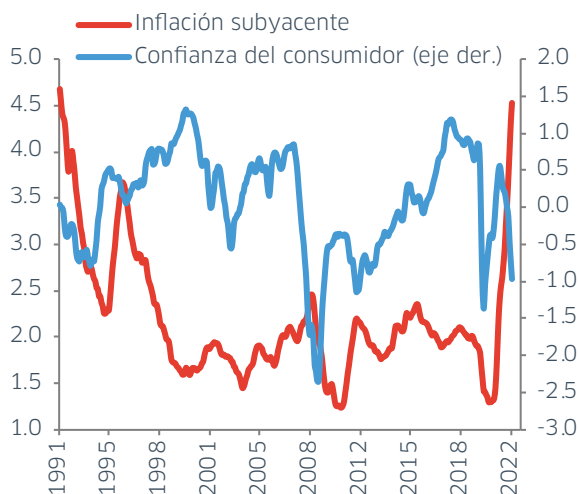
DESACELERACIÓN GLOBAL

La combinación de una alta inflación y condiciones financieras más restrictivas han deteriorado las perspectivas de crecimiento de la economía global. La propagación de la inflación durante la primera mitad del 2022 hacia el resto de bienes y servicios de la canasta básica ha erosionado la capacidad adquisitiva de los hogares. Según J.P. Morgan, la inflación global subyacente – que excluye los componentes más volátiles del costo de vida – fue 4.6% en el segundo trimestre de 2022, la tasa más alta desde 1991. Como resultado, la confianza de los consumidores acentuó la tendencia negativa de finales del 2021 y retrocedió a niveles similares a episodios de crisis.

Las persistentes presiones inflacionarias obligaron a los bancos centrales del mundo a retirar los estímulos monetarios implementados al inicio de la pandemia a un ritmo no observado desde hace varias décadas en las economías avanzadas. Por ejemplo, la Reserva Federal de Estados Unidos elevó su tasa de interés en 225 puntos básicos (pb) desde marzo de 2022, lo cual significa el ajuste de política monetaria más agresivo desde 1984. Además, las tasas de referencia del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo aumentaron en 150 pb y 50 pb en todo lo que va del 2022, respectivamente.

Mundo: Inflación subyacente y confianza del consumidor, 1991-2022*

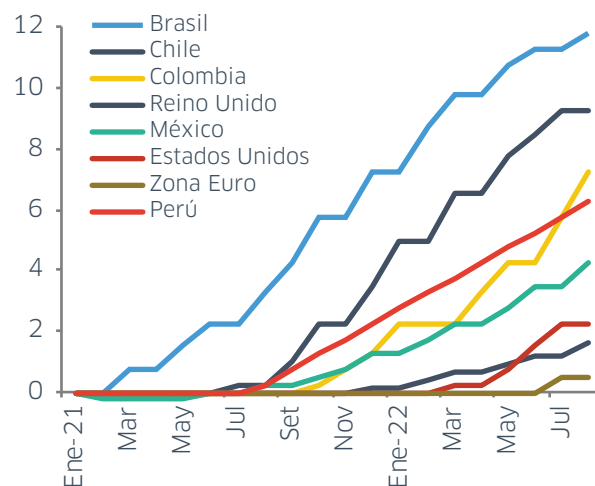
(%; diferencia respecto al prom. 2010 a la fecha)



*/ Información al segundo trimestre del 2022.
Fuente: J.P. Morgan.

Mundo: Tasas de interés de referencia en países seleccionados, Ene 21 - Ago 22

(cambio acumulado en p.p. desde Ene 21)



*/ Información al 18 de agosto de 2022.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

A este entorno se le suma un mayor estrés financiero provocado por los crecientes temores de una recesión mundial, reflejado en el incremento de los costos de financiamiento globales y la significativa corrección a la baja en los precios de acciones, activos de países emergentes y materias primas. Por ejemplo, la cotización de los metales industriales ha caído 33% en promedio desde los máximos alcanzados en marzo del 2022. Asimismo, las estrictas medidas de aislamiento adoptadas en China para frenar el rebrote de la COVID-19 se tradujeron en un crecimiento anual de apenas 0.4% en el segundo trimestre del 2022, la tasa más baja desde que inició la pandemia. Esto repercutió en resto del mundo a través de mayores cuellos de botella en las cadenas de suministros y una menor demanda de bienes y servicios provenientes de sus socios comerciales. Por ejemplo, el puerto de Shanghai estuvo cerrado por casi ocho semanas.

Frente a estos shocks negativos, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo recientemente sus proyecciones de crecimiento mundial de 3.6% a 3.2% para el 2022 y de 3.4% a 2.9% en el 2023. En esa línea, el FMI advierte que la desaceleración global dependerá de la materialización de riesgos como la completa interrupción del suministro de gas proveniente de Rusia. Bajo este hipotético caso, el crecimiento de Estados Unidos y la Zona Euro sería muy cercano a cero en el 2023 y la economía global avanzaría tan solo 2.0%, una cifra que solo se alcanzó cinco veces desde 1970.

Estos eventos configuran un escenario menos favorable para el crecimiento del Perú. A partir de varios estudios², se estima que entre el 50% y 65% del crecimiento del PBI peruano se encuentra explicado por factores externos, proporción que se habría reducido en las últimas décadas. Así, el menor dinamismo en la demanda de los socios comerciales, la caída de los precios de los productos de exportación más relevantes y las condiciones financieras globales más restrictivas, limitarán el avance de la economía peruana en lo que resta del 2022 y el 2023.

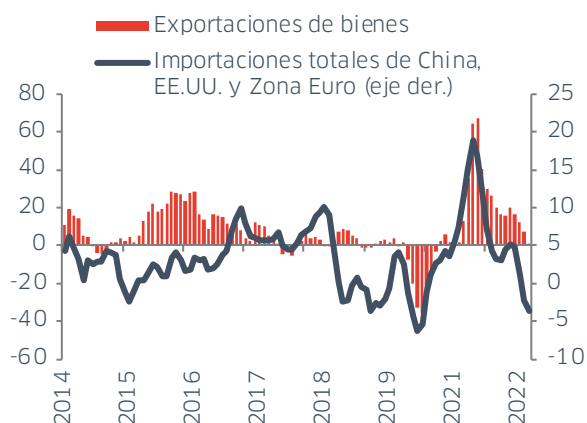
MENOR DEMANDA COMERCIAL

En episodios previos de débil crecimiento mundial, el Perú registró menores exportaciones de bienes y servicios, como durante la pandemia. En esa línea, los cuellos de botella en las cadenas de suministro globales redujeron las importaciones totales de China y la Zona Euro. Esto explica, en buena parte, la significativa desaceleración de los volúmenes de exportación del Perú hacia estos mercados, que representan cerca del 50% del valor total de los envíos comerciales del país al exterior.

Esto podría repetirse ante el continuo deterioro de la actividad manufacturera global. La tendencia a la baja usualmente ha anticipado una caída en la demanda por materias primas como las que el Perú exporta. Según J.P. Morgan, la razón de órdenes a inventarios, que suele preceder a los cambios en la manufactura global, cayó en julio de 2022 a su nivel más bajo de los últimos 25 meses. La desaceleración en la actividad industrial de los socios comerciales del Perú representa el principal riesgo a la baja para las exportaciones peruanas. Además, los efectos de la mayor inflación sobre el gasto de consumo también podrían afectar el crecimiento de los envíos de productos no tradicionales y dificultar la recuperación de las exportaciones de servicios.

Perú: Volumen de exportaciones e importaciones totales de principales socios comerciales, 2014-2022*

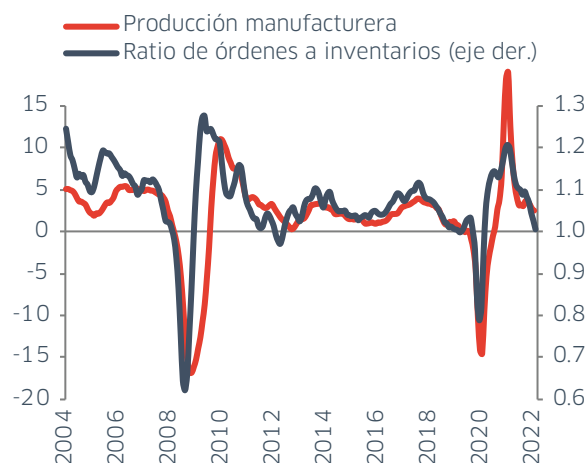
(var. % anual, prom. móvil 3 meses)



*/ Información a mayo de 2022.
Fuente: BCRP, CPB World Trade Monitor.

Mundo: Producción y ratio de órdenes a inventarios del sector manufacturero global, 2004-2022*

(var. % anual; índice; prom. móvil 3 meses)



*/ Información a julio de 2022.
Fuente: J.P. Morgan.

CAÍDA EN PRECIOS DE MINERALES

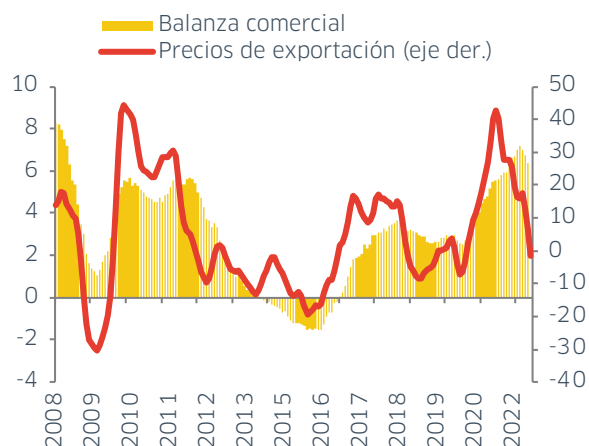
Otro riesgo externo para el país es el retroceso de las cotizaciones internacionales de materias primas en los últimos meses. Por ejemplo, el precio del cobre, que representa alrededor del 30% del valor total de las exportaciones, acumula una caída de casi de 26% desde el pico alcanzado en marzo del 2022. La experiencia en el caso peruano muestra que este tipo de correcciones pueden conducir a potenciales desbalances macroeconómicos, y además reducir el crecimiento de la economía a través de una menor inversión privada.

Por un lado, una reducción en los precios de los minerales tiene implicancias sobre las finanzas públicas y las cuentas externas. El MEF (2022) estima que, por cada 10 puntos porcentuales de caída en los precios de exportación, los ingresos del Gobierno General se reducen en 0.6%-0.7% del PBI. El IPE calcula que el déficit fiscal a julio del 2022 hubiese sido casi cuatro veces superior al observado (1.0% del PBI) si no fuese por el aumento registrado en la recaudación minera desde abril de 2021. En tal sentido, sin la aplicación de medidas que limiten el gasto público, tendrá un espacio fiscal más limitado hacia el 2023 para implementar políticas intensivas en el uso de recursos presupuestales.

La caída en las cotizaciones de los metales también agrega presiones a la baja sobre el aún alto superávit de la balanza comercial, el cual ascendió a 6.7% del PBI en los últimos 12 meses a mayo de 2022. El IPE estima que el retroceso anual de los precios de exportación mostrado en los últimos tres meses hasta julio es similar al que tuvo lugar en 2012, el cual se tradujo en una caída en el superávit comercial de 2.0% del PBI.

Perú: Balanza comercial y precios de exportación, 2014-2022*

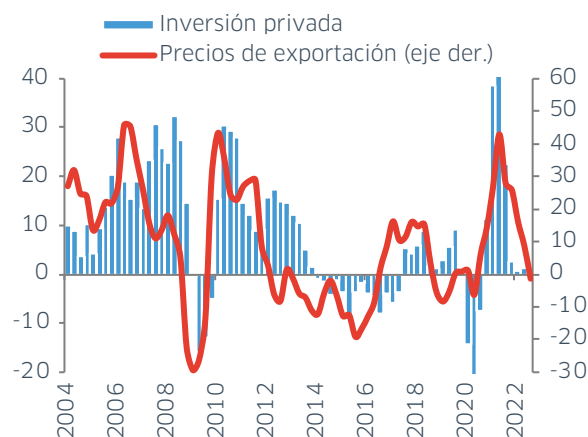
(% de PBI, sum. acum. 12 meses; var. % anual, prom. móv. 3 meses)



*/ Información a mayo de 2022 para la balanza comercial y estimaciones a julio de 2022 en el caso de los precios de exportación. Fuente: BCRP, Estimaciones IPE

Perú: Inversión privada y precios de exportación, 2004-2022*

(var. % anual)



*/ Información al segundo trimestre de 2022, y estimaciones de precios de exportación para el tercer trimestre del 2022. Fuente: BCRP, Estimaciones IPE

Por último, la corrección en los precios de los minerales impactará sobre la inversión privada. En economías dependientes de materias primas como el Perú, los precios reales de los principales productos de exportación determinan la producción y los retornos esperados de la inversión (Ross y Tashu, 2015). Además, los precios de exportación explican el 25% de la variabilidad del crecimiento de la inversión privada del Perú entre 1997 y 2017 (Mendoza y Collantes, 2018), mientras que una reducción y mayor volatilidad de los mismos incrementa la probabilidad de que no se confirme la ejecución de proyectos de inversión en el país (Vega y Gondo, 2017). Así, la caída en los precios de los metales acentuará la desaceleración de la inversión privada del Perú, deteriorada por la elevada incertidumbre regulatoria y política proveniente del ámbito local.

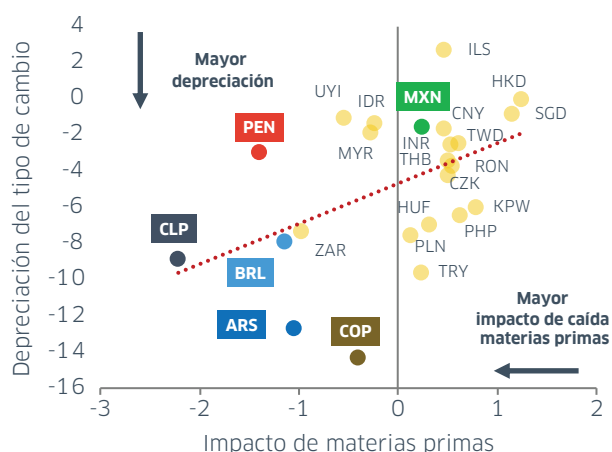


REPERCUSIONES FINANCIERAS

Como resultado de una mayor incertidumbre, los portafolios globales han comenzado a reducir sus posiciones en mercados emergentes como el Perú. El apetito por riesgo en estos países se ha reducido significativamente a lo largo del 2022, lo cual ha generado una mayor presión en los retornos de sus activos reflejada en la depreciación de sus monedas y mayores tasas de interés en sus instrumentos de deuda. Este entorno ha afectado más a aquellas economías con una mayor exposición a la caída en las cotizaciones de materias primas, y en algunos casos estas repercusiones se han visto reforzadas por factores idiosincráticos, como la Asamblea Constituyente en Chile y las Elecciones Presidenciales en Colombia.

Mercados Emergentes: Depreciación del tipo de cambio e impacto de la caída de materias primas según países, 2022*

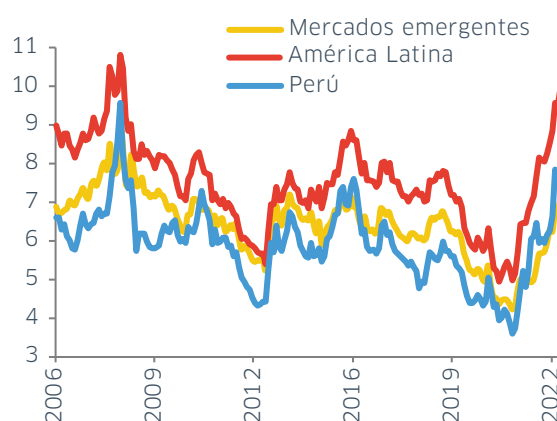
(var. % desde el 1 de junio de 2022)



*/ Información al 17 de agosto de 2022. El impacto de materias primas se calcula a partir del promedio ponderado de los cambios en los precios (%) según su participación en las exportaciones netas de cada país (% del PBI). Fuente: J.P. Morgan

Mercados Emergentes: Rendimiento de los bonos soberanos, 2006-2022*

(en porcentaje)



*/ Información a julio de 2022 Fuente: J.P. Morgan

En ese sentido, el sol se depreció 3.0% desde inicios de junio de 2022 – por debajo de Colombia (14.3%), Chile (8.9%) y Brasil (7.9%) – y el rendimiento de los bonos soberanos peruanos se incrementó a sus tasas más altas desde el 2008, aunque 180 pb por debajo del promedio de los países de América Latina. Estas repercusiones más acotadas muestran que el Perú aún posee una posición macroeconómica relativamente más sólida al resto de mercados emergentes. De acuerdo al FMI, la deuda pública del Perú finalizaría el 2022 en 34% del PBI, menos de la mitad del esperado en América Latina (71%). Asimismo, el Perú registra reservas internacionales que representan casi 34% del PBI, muy por encima de Brasil (22%), Colombia (18.3%), Chile (18%) y México (15%).

Tal como se ha demostrado, los vientos externos serán menos favorables para el crecimiento de la economía peruana debido a la menor demanda de sus socios comerciales, la caída en los precios de exportación, y las condiciones de financiamiento más restrictivas. De acuerdo con cálculos del IPE, en el escenario más pesimista, los factores externos podrían llevar a la economía peruana a crecer tan solo 1.4% en el 2023, casi 1 punto porcentual por debajo del avance esperado para el 2022 (2.4%). Frente a ello, las fortalezas macroeconómicas del Perú serán insuficientes si no se revierte el persistente deterioro del clima para hacer negocios durante el último año.

1 Informe preparado por Teodoro Crisólogo.

2 Nolazco y otros (2016), MEF (2019) y Rodríguez y Vasallo (2021)