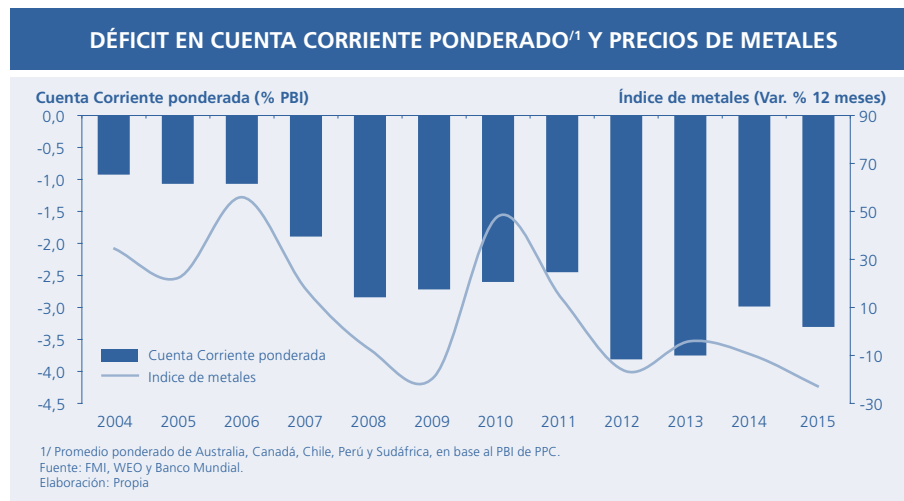


Recuadro 1 CICLO MINERO Y CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

Hacia inicios de la década pasada, la economía global empezó a experimentar los efectos positivos de una fase expansiva del ciclo económico que se manifestó, entre otros resultados, en un importante incremento de los términos de intercambio. Utilizando la información de precios de *commodities* del Banco Mundial (*The Pink Data*), se observa que para el periodo 2003 - 2007 los precios de los metales se incrementaron en 135 por ciento a nivel mundial. Este fue el mayor incremento que se registró en un solo quinquenio desde la década de los sesenta. Esta mejora de precios tuvo un impacto significativo en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, a través de este canal, en las economías de los países exportadores de este tipo de materias primas.

Si se toma, por ejemplo, el caso de algunos países exportadores principalmente de metales, tales como Australia, Canadá, Chile, Perú y Sudáfrica, la evolución de la cuenta corriente ha estado en parte asociada al comportamiento de los precios de los metales. Se han observado periodos de mejora de precios con reducción en el déficit de cuenta corriente (2004 - 2006, 2009 - 2010, 2013) y periodos de deterioro de precios junto con mayor déficit de cuenta corriente (2007 - 2009, 2011 - 2012, 2013 - 2015).



Fornero, Kirchner y Yany (2016), mostraron que Australia, Canadá, Chile y Perú registran un ciclo de inversión privada, en particular de inversión minera, altamente correlacionado con el ciclo de precios de las materias primas¹. De acuerdo a estos autores, economías pequeñas, abiertas y exportadoras de materias primas, experimentaron un choque positivo sobre la inversión en dicho sector como consecuencia del aumento en el precio de dichos productos. Sin embargo, el impacto positivo no sólo se limita al propio sector minero sino que impulsó también una mayor inversión en otros sectores. En la medida en que se produzcan estos efectos, *ceteris paribus*, la mayor inversión en el mediano plazo puede generar un persistente déficit en la cuenta corriente.

En particular, los déficits o reversiones de la cuenta corriente se asocian a la respuesta de la inversión, principalmente del sector minero, la cual se caracteriza por reaccionar levemente en un inicio, para después presentar crecimientos importantes y persistentes. Este rezago en la respuesta de la inversión minera se presenta porque a las empresas de dicho

1 Fornero, Jorge, Markus Kirchner y Andrés Yany (2016). "Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies", Documento de Trabajo N° 773, Banco Central de Chile.

sector les toma tiempo materializar la expansión de su capacidad de producción para aprovechar los mejores precios de exportación². Más aún, esta expansión de la inversión se materializará en la medida que los agentes perciban el aumento de los precios como permanente. Así, los choques transitorios no generan una mayor inversión en los sectores de materias primas, mientras que los choques permanentes producen un efecto significativo. Por lo tanto, el choque transitorio suele estar asociado con un superávit de cuenta corriente, mientras que el choque persistente es seguido de un déficit de cuenta corriente significativo después de algunos trimestres (Fornero, Kirchner y Yany, 2016).

La caída de los precios de los metales desde 2012 se ha traducido en menor inversión en estos países. En Chile la inversión disminuyó 3,1 puntos porcentuales del PBI entre 2012 y 2015, en Australia, 2,8 puntos, en Canadá 1,2 puntos y en Perú, 0,2 puntos porcentuales.

INVERSIÓN BRUTA INTERNA (Porcentaje del PBI)					
	2012 (a)	2013	2014	2015 (b)	Cambio: 2015 - 2012 (b) - (a)
Chile	25,5	24,4	21,4	22,3	-3,1
Australia	29,1	27,6	26,7	26,3	-2,8
Canadá	24,9	24,5	24,0	23,6	-1,2
Perú	26,2	27,8	26,2	26,0	-0,2
Sudáfrica	20,1	20,1	20,4	20,0	-0,1

Fuente: FMI (World Economic Outlook) y BCRP.

En particular, durante el año 2015, estas economías han experimentado menores tasas de crecimiento asociadas a la inversión minera, reflejando no solo el rezago de nuevos proyectos como consecuencia de la caída de los precios de los minerales, sino también la culminación de proyectos de gran escala. Por ejemplo, de acuerdo al último reporte publicado por el Banco Central de Australia, la inversión minera paso de 8 por ciento del PBI a mediados de 2012 a 5 por ciento del PBI a fines de 2015. Asimismo, en Perú, la inversión minera se redujo de 4,4 por ciento del PBI en 2012 a 3,9 por ciento del PBI en 2015. Por su parte, Chile alcanzó en 2012 niveles de inversión minera como porcentaje del PBI históricamente elevados (mayores al 6 por ciento del PBI), para luego normalizarse como consecuencia de la caída del precio del cobre. El efecto final dependerá de las expectativas de los agentes económicos respecto a la persistencia de este nuevo escenario de menores precios.

En el Perú, entre 2003 y 2007 los términos de intercambio aumentaron a un ritmo promedio anual de 12,7 por ciento anual. Durante dicho periodo el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un déficit de 1,6 por ciento del PBI a un superávit de 1,5 por ciento del PBI. Dicha mejora en la cuenta corriente estuvo explicada principalmente por una mejora de la balanza comercial, impulsada por mayores valores de exportación de productos primarios, principalmente mineros.

El incremento de términos de intercambio tiene como consecuencia un incremento de la inversión privada. De acuerdo a las estimaciones presentadas en el Reporte de Inflación de julio de 2014, las elasticidades de inversión privada con respecto a términos de intercambio se ubican en valores en el rango entre 0,2 y 0,5. En particular, los mayores precios de metales incrementaron la rentabilidad esperada de proyectos mineros. La inversión en el sector minero se incrementó de manera significativa durante los siguientes años, construyéndose proyectos como Toromocho,

2 De acuerdo a Fornero y Kichner (2014), la acumulación de capital en el sector de materias primas toma tiempo porque existen costos de ajuste para iniciar los proyectos de inversión y existe un desfase entre el inicio del proyecto y la instalación del capital necesario, efecto que se conoce en la literatura como "time to build".





Constancia, Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde. Esta mayor inversión se reflejó en mayores importaciones de bienes de capital: entre 2004 y 2012 la inversión privada creció 15 por ciento como promedio anual, en tanto que las importaciones de bienes de capital aumentaron a una tasa de 19 por ciento anual, conduciendo a un deterioro transitorio de la cuenta corriente durante el periodo de construcción de los proyectos. Esto ocurrió incluso ante una mejora de los términos de intercambio, entre los años 2010 y 2011.



Los términos de intercambio han disminuido en los últimos cuatro años a una tasa promedio anual de 4,9 por ciento, ritmo más acelerado que durante la crisis internacional de 2008 -2009. Si bien esto se ha traducido en una reducción del déficit de cuenta corriente, esto ha ocurrido a un ritmo menor que durante el episodio de crisis. Entre 2008 y 2009 la cuenta corriente se deterioró 1,0 punto porcentual del PBI en promedio por año. Entre 2012 y 2015 el deterioro de la cuenta corriente ha sido de 0,6 puntos porcentuales del PBI en promedio por año. Esto se explica en parte por un incremento de los volúmenes de exportación de productos tradicionales (en 2015 aumentaron 5,5 por ciento por producción de proyectos mineros, revirtiendo las caídas de 2013 y 2014), el cual se espera continúe creciendo durante 2016 y 2017 asociado a la finalización de la etapa de construcción de proyectos mineros que pasan a fase de producción (ampliación de Cerro Verde y Las Bambas). Esto a su vez se traduce en moderación de la inversión en este sector y tendencia a una reducción del déficit de cuenta corriente.

	Incremento de precios internacionales de commodities	Crisis internacional	Post-crisis: recuperación de precios internacionales	Caída de precios internacionales de commodities
	2003-2007	2008-2009	2010-2011	2012-2015
Cambio promedio en cuenta corriente (puntos porcentuales del PBI)	0,8	-1,0	-0,7	-0,6
Variación promedio anual de los términos de intercambio	13	-6,8	13,9	-4,9

En conclusión, la dinámica observada en la cuenta corriente del Perú no es un caso aislado y, más bien, responde al comportamiento de una economía exportadora de materias primas. Este tipo de economías muestran patrones similares en la dinámica de su déficit en cuentas corrientes y en la trayectoria de los términos de intercambio. Dado el carácter cíclico de los precios de los minerales, ha sido adecuada la acumulación de reservas internacionales y de superávit fiscales en periodos de *boom* para afrontar con buen pie el periodo de caída de los precios de los minerales.