

Perú | Un Banco Central de difícil lectura...

Francisco Grippa

El Directorio del Banco Central de Perú decidió en marzo mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,25%. Según el comunicado que acompañó a la decisión, esta tomó en cuenta tres cosas. En primer lugar, la menor tensión en los mercados financieros globales, que ha favorecido la recuperación de los precios de las materias primas y de las monedas de las economías emergentes. En segundo lugar, que la inflación ha sido afectada por elementos transitorios del lado de la oferta, entre estos el aumento de los precios de los alimentos y de servicios públicos, y por la depreciación de la moneda local, que ha revertido parcialmente en los últimos días. La mayor inflación ha incidido en el mismo sentido sobre las expectativas de inflación, ubicándolas por encima del rango meta. Y finalmente, que la actividad económica local se viene recuperando.

Esta decisión nos sorprendió y a buena parte del mercado, que anticipábamos un ajuste adicional de 25 puntos básicos en la tasa de política. El incremento que esperábamos se apoyaba en tres razones. La primera era el comportamiento de las expectativas inflacionarias. A fines de febrero, estas expectativas se mantuvieron desviadas del rango meta (2%, +/- 1 punto porcentual) en un horizonte temporal de un año vista, en 3,5%, mientras que a dos años vista avanzaron hasta 3,2%. Es decir, aún en horizontes temporales amplios, en los que es difícil anticipar choques de oferta negativos y en los que la depreciación de la moneda local estará probablemente más contenida, el público parece estar cada vez más convencido de que el Banco Central no logrará que la inflación se sitúe en el rango meta. En este contexto hay que actuar pues de lo contrario, al incorporarse esta expectativa en el proceso de formación de precios, la inflación alta (i.e. desviada del rango) se torna más inercial y así más difícil de corregir. La segunda razón que apoyaba un incremento de la tasa de referencia era que del comunicado de política monetaria de febrero se desprendía que los siguientes movimientos en esta tasa estarían muy condicionados con la evolución de las expectativas inflacionarias. Y estas expectativas habían vuelto a subir. No ajustar la tasa comprometía algo más la credibilidad del compromiso del Banco Central con la meta de inflación. Por último, había cierto espacio para continuar apretando la posición monetaria porque las encuestas apuntan a que la confianza empresarial en la situación de la economía, del sector en el que se desenvuelve la empresa, y de la misma empresa empieza a mejorar, lo que es coherente con el interesante ajuste al alza que se siguió observando a fines de febrero en el ritmo de crecimiento económico que las empresas anticipan para 2016.

¿Por qué entonces no se dio este ajuste adicional de 25 puntos básicos en la tasa de interés de referencia? Es algo que no nos queda muy claro, por lo menos no del comunicado. Sin embargo, podemos ensayar algunas respuestas. Una primera tiene que ver con la evolución que podrían tener las expectativas inflacionarias en los próximos meses. El comunicado continúa mencionando que uno de los principales factores que ha afectado a la inflación ha sido la depreciación de la moneda local, y que a su vez esta mayor inflación ha afectado a las expectativas inflacionarias. Es decir, que hay una relación muy estrecha entre expectativas inflacionarias y la inflación actual. Además, enfatiza en esta oportunidad que la tensión en los mercados financieros globales ha disminuido y que en ese contexto el tipo de cambio ha retrocedido. Ello sugiere entonces que al apreciarse la moneda local la inflación estará más contenida y, como resultado, también lo estarán las expectativas inflacionarias. De esta manera, no sería necesario seguir actuando.

Una segunda respuesta podría ser que, a pesar de que las expectativas de inflación han vuelto a

incrementarse, no hay en realidad mucho espacio para actuar. De momento la tasa de interés real ex-ante sigue siendo baja: en términos nominales, la tasa de interés de política se ha incrementado en 100 puntos básicos durante el último año, pero la inflación esperada lo ha hecho en 80 puntos básicos en ese mismo período. La posición de la política monetaria continúa siendo así acomodaticia, coherente con la debilidad del gasto del sector privado. Sin embargo, eventualmente (la inflación y) las expectativas de inflación cederán y cuando ello ocurra la tasa de interés real se incrementará. Ello sería inconsistente con un gasto del sector privado que en lo que resta del año probablemente continuará lento. Elevar la tasa de referencia (nominal) aún más en este momento agravará el problema más adelante.

Finalmente, se podría argumentar, como una tercera posible respuesta, que ya se actuó en marzo, no a través de un ajuste en la tasa de política, pero sí mediante el incremento de aquella parte del encaje en moneda local que como mínimo debe mantenerse depositada en el Banco Central. La tasa de encaje exigible no ha variado sino solo su composición. Sin embargo, algunos bancos mantienen en la práctica fondos de encaje en exceso de lo requerido porque sus operaciones así lo demandan, sobre todo en sus bóvedas. En este contexto, al exigirse más encaje como depósitos en el Banco Central, algunos bancos pueden recomponer entre los fondos que mantienen en sus bóvedas y los que deben depositar en el BCR, pero otros no. Para estos últimos se ha incrementado en la práctica la tasa de encaje exigible. Esta respuesta es sin embargo más débil que las dos anteriores. Primero porque el comunicado de política monetaria no menciona la modificación que se hizo en el encaje, lo que sugiere que esta medida no reemplaza al ajuste en tasa. Segundo porque para contener las expectativas inflacionarias es muy importante la claridad de la señal que se está dando; la señal es más difusa con el encaje, sobre todo para el público que no está familiarizado con este instrumento (la mayoría). Y tercero porque apretar el encaje de esta manera no afecta la liquidez de todos los bancos de manera simétrica, con lo que el impacto en las tasas de interés del mercado es menor.

¿Qué implicancias hacia adelante se desprenden de la decisión del Banco Central en marzo? Una de ellas es que es difícil "leer" al Banco Central de Perú. El comunicado destaca, por el lado de precios, que la inflación más tendencial (la que excluye alimentos y energía) se aceleró en febrero y que las expectativas inflacionarias se incrementaron. Por el lado de la actividad destaca que el ritmo de crecimiento actual y las expectativas empresariales sobre su evolución futura son consistentes con la del potencial. Pero a pesar de ello, el mismo comunicado anuncia que la tasa se mantiene sin cambios. No es clara entonces la racionalidad de la decisión, menos aún al tomar en cuenta que el anterior comunicado de política monetaria, el de mediados de febrero, vinculaba de manera más estrecha futuros ajustes en tasa con el comportamiento de las expectativas inflacionarias. Nos preocupa un poco pues para contener expectativas inflacionarias altas (con un costo acotado en términos de actividad) es muy importante ser claros en el mensaje. Y de aquí se desprende una segunda implicancia: nos parece que no hay tanta prisa con que la inflación descienda al rango meta, por lo menos no tanta como anticipábamos en BBVA Research. En realidad, ello es coherente con el nivel promedio que ha tenido la inflación en los últimos años, por encima del 3%. En este contexto, lo más prudente es volver a evaluar las tasas de inflación que prevemos para más adelante, no para el corto plazo, pero sí para el segundo semestre del año y para 2017. De momento esperamos tasas de inflación mensuales relativamente bajas en la segunda mitad de 2016 y que la inflación en términos interanuales converja al rango meta a principios del próximo año. Una eventual revisión nos acercaría más a la expectativa del público, que prevé que a un año vista la inflación se ubicará en 3,5% y que hacia fines de 2017 aún se encontrará por encima del rango meta.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.