

## Perú | Dilema monetario se mantiene: ¿actividad, tipo de cambio, inflación?

Francisco Grippa

El Banco Central (BCR) mantuvo en 3,25% la tasa de política monetaria en julio. El comunicado que acompañó a la decisión del Directorio del BCR no tuvo mayores novedades. Así, del lado de la actividad económica, volvió a enfatizar que esta avanza a un ritmo menor que el del potencial. En cuanto a los precios, siguió destacando que las expectativas inflacionarias se sitúan dentro del rango meta y que tomará algo más de tiempo que los choques de oferta negativos que han venido afectando a la inflación (actualmente por encima del rango meta) se disipen, pero que el nivel actual de la tasa de interés de referencia es consistente con una proyección de inflación que tiende a la baja en un horizonte temporal de año y medio. Finalmente, la decisión del Banco Central consideró la alta volatilidad en los mercados financieros y cambiarios. La única novedad en el comunicado es que se indica que las expectativas inflacionarias se han incrementado hasta muy cerca del techo del rango meta y se sitúan en este momento en 3,0% para 2015 y en 2,8% para 2016.

La decisión de mantener la tasa de política en 3,25% era ampliamente esperada por el mercado. Y es que el dilema que ha venido enfrentando el Banco Central desde hace meses también se mantiene e incluso se ha acentuado: de un lado, debilidad del gasto del sector privado y de la actividad económica en general, y de otro, presiones cambiarias en un entorno en el que la dolarización de créditos continúa siendo alta, a las que se ha sumado un panorama de precios más complicado. Lo primero sugiere recortar la tasa, pero las presiones cambiarias y la alta inflación acotan el espacio para hacerlo.

En cuanto a la actividad, luego de una cifra alentadora pero poco sostenible como la de abril (+4,3% interanual), estimamos que en mayo el crecimiento estará algo por debajo del 2%. Esta es la velocidad actual a la que avanza la producción. Del lado de la demanda final, sin embargo, la debilidad es aún mayor. Los indicadores apuntan a que la inversión (privada y pública) y las exportaciones (tradicionales y no tradicionales) se están contrayendo, y a que el consumo privado probablemente se ha desacelerado algo más en los últimos meses en un entorno en el que la generación de empleo se ralentiza, las importaciones de bienes de consumo disminuyen y las ventas de autos familiares retroceden. Esta debilidad de la demanda continúa sorprendiendo negativamente a las empresas según lo que se desprende de la encuesta mensual que realiza el Banco Central. En este contexto, los inventarios se están incrementando: en el primer trimestre se produjeron bienes y servicios que finalmente no lograron ser vendidos, acumulación de existencias que contribuyó con cerca de 2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese período (+1,7%). Nuestras estimaciones sugieren que la situación fue similar en el segundo trimestre. En otras palabras, aún con un lento avance de la producción, esta no logra ser colocada en los mercados. La acumulación de inventarios podría lastrar el crecimiento del PIB en los próximos trimestres cuando las empresas busquen normalizar sus niveles de existencias (mantener inventarios genera costos) atendiendo con estas la demanda en el mercado y no tanto con mayor producción.

Este escenario de debilidad del gasto sugiere la necesidad de impulsarlo. Del lado monetario, en particular, sugiere la necesidad de un estímulo adicional que le dé soporte a la demanda de familias y empresas, demanda que como antes se mencionó continúa ralentizándose. El espacio para hacerlo, sin embargo, es acotado. Las presiones cambiarias son persistentes y prevemos que continuarán en un entorno internacional marcado por la incertidumbre sobre cómo se resolverá la situación de Grecia y el impacto que ello tendrá, la corrección de precios en los mercados chinos y la desaceleración de la economía de ese país

(incidirá sobre los precios de las materias primas que Perú exporta), y sobre el ajuste monetario en EEUU y cómo este será digerido a nivel global. A ello se suma que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Perú es alto, lo que apunta a que el tipo de cambio tiene aún recorrido al alza (depreciación de la moneda). Recortar la tasa en este contexto podría alimentar la debilidad del sol peruano cuando la dolarización de los créditos aún es importante (35% del total) y terminar dañando el gasto del sector privado con descalce de moneda en sus balances.

A este dilema que ya enfrentaba desde hace meses la política monetaria se ha sumado un panorama de precios más complicado. La inflación se ubica actualmente por encima del rango meta (en 3,5%), la tasa de inflación excluyendo alimentos y energía viene subiendo desde hace algún tiempo y ya se sitúa en el techo de ese rango, y las expectativas inflacionarias se han incrementado, como lo menciona el BCR, hasta cerca del 3% a un año vista (imprime inercia al proceso de formación de precios). Nuestra previsión es que al cierre de 2015 la inflación no estará muy por debajo de su nivel actual, pues a pesar de que algunos de los choques de oferta revertirán, la incidencia del mayor tipo de cambio la sostendrá por encima del 3%. De esta manera, el panorama de precios ha cerrado aún más el espacio para rebajar la tasa de política.

En este contexto, el escenario más probable es que la tasa de interés de referencia se mantendrá en 3,25% en lo que resta de 2015 y por lo menos en la primera mitad del próximo año. Las persistentes presiones de depreciación sobre la moneda local y la alta inflación no permiten recortarla; tampoco prevemos un alza de la tasa para contener la depreciación (y la inflación) en un entorno internacional volátil porque la demanda final de bienes y servicios se encuentra bastante débil, más que lo que las cifras del PIB sugieren.

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.