

## Perú | Se incrementa la preocupación del Banco Central por la inflación

Francisco Grippa

Como era esperado, el Banco Central (BCR) mantuvo en agosto la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,25%, nivel en el que se ubica desde principios de año. Lo novedoso fue el contenido del comunicado que acompañó a la decisión, en el que se percibe una mayor preocupación por la inflación. Del comunicado se desprende que esta será más alta en el horizonte de proyección 2015/16: hasta el mes pasado se estimaba que la inflación convergería a 2% antes de que concluyera el año 2016, pero ahora es más probable que solo logre ingresar al rango meta en ese horizonte temporal. En ello incidió la depreciación de la moneda local, con los impactos que conlleva sobre los precios de algunos de los bienes y servicios dentro de la canasta de consumo. Además, las expectativas inflacionarias han continuado elevándose y actualmente se sitúan en el techo del rango meta. Se entiende que en este contexto habrá mayor inercia en el proceso de formación de precios y, de esta manera, mayor resistencia para que la inflación ceda. El comunicado finalmente agrega, a diferencia de meses anteriores, que de ser necesario habrán ajustes en la tasa de política para asegurar que la inflación retorne al interior del rango meta en el horizonte de proyección 2015/16.

Esta mayor preocupación por la inflación sugiere que el Banco Central podría elevar la tasa de referencia pronto. Hay argumentos para sostener esta posición. La inflación en términos interanuales, tanto la total como la que excluye alimentos y energía, se ubica actualmente por encima del techo del rango meta y la tendencia ha sido a incrementarse. Según nuestras previsiones, habrá todavía algún recorrido al alza en el corto plazo y en el verano. En ese contexto, existe el riesgo de que las expectativas inflacionarias, ahora alrededor del techo del rango, se desanclen. Por el lado de la actividad, el comunicado del BCR señala que, si bien aún avanza por debajo de su ritmo potencial, se está recuperando, lo que podría sugerir que hay algún espacio para acomodar el ajuste monetario. Finalmente, un aumento de la tasa de referencia le daría cierto soporte a la moneda local en un entorno en el que la FED iniciará pronto el ciclo alcista de su propia tasa de política, acotando así en alguna medida la transmisión del mayor tipo de cambio a precios, lo que también favorecería que se contengan las expectativas inflacionarias.

En BBVA Research, sin embargo, mantenemos la visión de que por lo menos en el corto plazo no habrá cambios en la tasa de interés de referencia. En primer lugar, porque si bien estimamos que durante los próximos meses habrá un aumento de la inflación en términos interanuales (podría situarse en algún momento alrededor de 4%), ese incremento adicional será menos pronunciado que el que se observó hasta ahora (en los últimos cinco meses la inflación pasó de 2,8% a 3,6%) y será transitorio, por lo que el impacto adicional sobre las expectativas inflacionarias será también acotado. Ello se sustenta en que si bien el tipo de cambio continuará subiendo, el ritmo interanual al que lo hará irá cediendo. En los últimos doce meses la moneda local se depreció 15%, de 2,80 a más de 3,20, y ello contribuyó, según nuestras estimaciones, con algo más de dos puntos porcentuales sobre la inflación. Sin embargo, no esperamos que el tipo de cambio suba otro 15% en los próximos meses. El avance será más contenido. Parte importante del acomodo del tipo de cambio hacia su nivel de equilibrio ya se ha dado en el último año. Con ello, la incidencia de la depreciación sobre la tasa de inflación disminuirá. Además, no debería haber en el corto plazo rebote sustancial en los precios (en dólares) de las materias primas importadas pues China está débil, el dólar se fortalecerá aún más (por el ajuste de la FED), y en el caso particular del petróleo, la producción de Irán ha empezado a fluir hacia los mercados. Por lo tanto, el impacto al alza sobre la inflación será poco significativo por esta vía. Este escenario en el que la inflación no sube mucho más en los próximos meses (y el aumento es solo transitorio) asume que El Niño tendrá una intensidad entre moderada y fuerte, con

impactos no muy severos sobre la actividad y los precios.

La segunda razón que apoya nuestra visión de que la tasa de política no se moverá de 3,25% en el corto plazo es que las cifras del PIB esconden que la mejora de la actividad económica en los últimos meses proviene de un impulso de oferta en los sectores primarios de la economía (Pesca y Minería metálica). Por el lado del gasto, sin embargo, el panorama es menos alentador, sobre todo el del gasto del sector privado: según nuestras estimaciones para el segundo trimestre, continuó ralentizándose y avanzó solo algo por encima de 1,5% interanual en ese período. En este contexto, es riesgoso subir la tasa de política porque se podría ahogar aún más al gasto del sector privado, sobre todo si se toma en cuenta que la confianza empresarial se ubica en el tramo pesimista y que la generación de empleo pierde dinamismo. En otras palabras, no hay exceso de demanda que contener, sino por el contrario, demanda que estimular.

Finalmente, la misma preocupación que transmite el Banco Central en su comunicado por el incremento de las expectativas de inflación debería tender a contenerlas.

En síntesis, el BCR está mostrando una mayor preocupación por el deterioro del panorama inflacionario, lo que ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de un escenario en el que se da algún ajuste de la tasa de referencia. Hay elementos que permiten sostener esta posición. Nosotros, sin embargo, seguimos previendo que no habrá cambios en la tasa de política, por lo menos no en el corto plazo. Ello se apoya, principalmente, en que a pesar de que la moneda local continuará debilitándose, el ritmo interanual de este proceso irá cediendo, con lo que la incidencia de la depreciación sobre la inflación también. El alza adicional de las expectativas inflacionarias será entonces más contenida. Además, un incremento de la tasa de referencia podría ahogar aún más al gasto del sector privado, lo que es inconveniente en un contexto en el que la demanda del lado fiscal es débil.

Por último, es importante mencionar que la tasa de interés que el Banco Central cobra por la provisión de fondos en la ventanilla de última instancia (a través de repos directas y créditos de regulación monetaria) se mantiene en 3,80%, pero no para todas las operaciones que una entidad financiera desee realizar, sino solo para las primeras quince que efectúe en los últimos doce meses. Las operaciones adicionales en ese plazo de tiempo estarán sujetas a una tasa de interés que fijará el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias. El BCR no ha explicado la racionalidad de este cambio. Quizás esté vinculado con que un mayor uso de esta facilidad por parte de alguna entidad podría sugerir que se está empleando para financiar compras de moneda extranjera en un contexto en el que las expectativas de depreciación son elevadas (la volatilidad cambiaria será probablemente mayor conforme se aproxime el inicio del ciclo alcista de la tasa de la FED).

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.