

Perú | El Banco Central sorprende en septiembre y eleva la tasa de política en 25pb

Francisco Grippa

El Directorio del Banco Central decidió en setiembre incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, hasta 3,50%. Nos sorprendió así y al consenso del mercado, que anticipábamos que la mantuviera inalterada. Este es el primer ajuste que se da desde enero de 2015.

Del comunicado que acompañó a la decisión destacamos tres elementos. Primero, por el lado de precios, que la inflación ha sido afectada por eventos temporales como el aumento en algunos alimentos y la depreciación de la moneda local, factores que no deberían trasladarse de manera generalizada al resto de precios en la economía. En ese contexto, las expectativas de inflación se han incrementado y actualmente se ubican en el techo del rango meta. En segundo lugar, por el lado de la actividad, el Banco Central sostiene que esta se viene recuperando de manera gradual. Incluso señala que los indicadores apuntan a que el ritmo de expansión del producto será mayor en el segundo semestre de 2015 y que para 2016 el PIB avanzará a una tasa similar a la del potencial. Finalmente, el comunicado indica que el nuevo nivel de la tasa de interés de referencia continúa reflejando una posición monetaria expansiva, la que es compatible con una proyección de inflación que converge al rango meta el próximo año.

¿Cuál es entonces la lectura que en nuestra opinión tiene el Banco Central sobre el estado de la economía y, por lo tanto, qué lo llevó a ajustar la tasa? La tasa de política se elevó porque las expectativas inflacionarias se han incrementado al punto de que hay un alto riesgo de pronto desanclaje. Ello se ha dado en un contexto en el que la tendencia inflacionaria es alcista, no por presiones de demanda, sino por choques de oferta y una fuerte depreciación cambiaria. ¿No afectará este incremento de la tasa a la frágil recuperación de la actividad? Según lo que se desprende del comunicado del Banco Central, el impacto sobre la actividad no debería ser significativo porque aún con la mayor tasa de política la posición monetaria es expansiva y le da soporte al producto para que este vaya paulatinamente ganando tracción en los próximos trimestres, de manera que en 2016 el crecimiento se ubicaría por encima del 4% (ritmo potencial).

Sobre la base de lo anterior, en BBVA Research coincidimos con que hay un alto riesgo de pronto desanclaje de las expectativas inflacionarias. Ello le imprimiría inercia al proceso de formación de precios y sería así más complicado lograr en adelante que la inflación vuelva a situarse dentro del rango meta. Sin embargo, la decisión nos sorprendió por dos motivos. En primer lugar, no anticipamos una recuperación de la actividad como la que espera el Banco Central. Lo que observamos es que el gasto privado se encuentra estancado, que las expectativas empresariales se ubican en el tramo pesimista y continúan descendiendo, y que la generación de empleo es muy débil y se sigue deteriorando. Por el lado público observamos un impulso muy débil. Y a ello se le suma que ha habido una importante acumulación de inventarios en la primera mitad del año que lastrará en alguna medida el crecimiento en los próximos trimestres conforme se van normalizando. En este contexto, es poco probable que la economía avance sostenidamente en los próximos meses a un ritmo por encima del 3% interanual; también lo es que crezca más de 4% en 2016. En nuestra opinión, el segundo semestre será solo algo mejor que el primero; y el próximo año no será muy distinto a los dos anteriores. Es cierto que la mayor producción minera será un soporte importante así como la construcción de infraestructura, pero también hay que considerar, de un lado, que el entorno externo continuará siendo poco favorable (China, FED, incluso Grecia), y de otro, que localmente tendremos un Fenómeno de El Niño que probablemente será de fuerte intensidad y elecciones generales que elevarán la

incertidumbre en las decisiones de gasto. El frágil avance que anticipamos para la demanda del sector privado (y la actividad en general) y los riesgos que se enfrentarán sugerían ser cautelosos en la decisión de política monetaria.

En segundo lugar, si bien ha habido un fuerte incremento de la inflación en los últimos meses y en ese contexto las expectativas inflacionarias también se elevaron, el origen de esa tendencia alcista fue principalmente la aceleración del tipo de cambio. Esta depreciación, que en los últimos doce meses es de 13%, se moderará en adelante. Según nuestras estimaciones, el tipo de cambio continuará subiendo, pero a un ritmo cada vez menor. La mayor parte del ajuste hacia su nivel de equilibrio ya se ha dado. Declaraciones de parte del Presidente del Banco Central recogidas en la prensa apuntan en el mismo sentido. El empuje sobre el ritmo al que avanzan los precios se irá apagando en adelante y con ello probablemente empezarán también a ceder las expectativas inflacionarias. En ese entorno había espacio para acomodar algo más de inflación (y de expectativas inflacionarias) de manera transitoria (impactos de El Niño, por ejemplo) para no arriesgar por el lado de la actividad.

En el balance, estimábamos que el Banco Central se mostraría enérgico y convincente en futuras declaraciones de sus autoridades y comunicados en general (la comunicación y la credibilidad serían importantes), buscando así contener las expectativas inflacionarias mientras las presiones cambiarias y de oferta continuaran en el corto plazo, para luego, conforme la recuperación de la actividad ganaba algo más de tracción entrado el año 2016 y los riesgos disminuían, empezara un gradual ajuste monetario. No fue así. El Banco Central se inclinó por un pronto ajuste, entendemos con una preocupación mayor sobre el panorama de precios y con una visión distinta a la de nosotros sobre lo que ocurrirá en adelante con la actividad.

Tomando lo anterior en consideración, prevemos que en lo que resta del año habrá un incremento adicional de 25pb en la tasa de interés de referencia, hasta 3,75%. Ello es coherente con la mayor preocupación que el Banco Central muestra sobre el panorama de precios, pues es probable que la inflación -y con ello las expectativas de inflación- tendrá aún cierto recorrido al alza en los siguientes meses. La visión que tiene sobre la actividad le daría espacio para ese ajuste adicional.

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.