



# BCRwatch

4 de febrero de 2008

## Banco Central mantendría tasa de referencia en 5,25%

- En su reunión de política monetaria de este jueves, estimamos que el BCR mantendría la tasa de referencia en 5,25%, para evitar mayores presiones a la baja sobre el tipo de cambio.
- Sin embargo, las presiones inflacionarias se mantienen: la variación interanual de la subyacente se habría ubicado en 3,4% en enero, continuando la tendencia creciente que se observa desde marzo de 2007. Ello complica la decisión que se tome este jueves.
- Los dilemas que viene enfrentando el Banco Central en los últimos meses (inflación versus tipo de cambio) sugiere la necesidad de evaluar si es necesario cambiar el enfoque tradicional para la toma de decisiones de política monetaria (minimización de una función de pérdida), por uno alternativo basado sobre el “manejo de riesgos”, similar al que usan las entidades corporativas del sector privado.

El contexto bajo el cual se llevará a cabo la reunión de política monetaria de este jueves sigue siendo complejo y revela las dificultades que tiene una economía pequeña, abierta, con gran movilidad de capitales y alto grado de dolarización financiera para llevar a cabo una política monetaria independiente (en el sentido de dar una prioridad baja a las consideraciones cambiarias). Por un lado, se prevé que continuarán las presiones especulativas sobre el tipo de cambio (lo que inducirá una mayor caída) y, de otro, persisten las tensiones inflacionarias, no sólo por factores externos sino también por razones fundamentales (una mayor transmisión de costos a precios finales en un entorno de fuerte crecimiento de la demanda interna) que se estarían reflejando en la inflación subyacente.

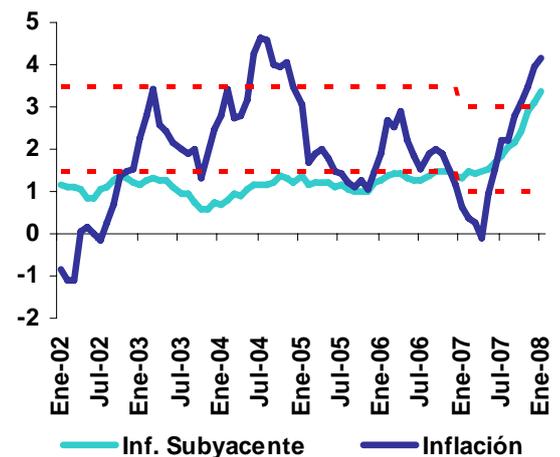
### El dilema continúa: ¿tipo de cambio o inflación?

El BCR ha tomado acciones para atenuar las presiones apreciatorias originadas por capitales especulativos que apuestan hacia una mayor revaluación del Nuevo Sol, los que han aumentado a medida que se va ampliando el diferencial entre las tasas internas

Hugo Perea Flores  
hperea@grupobbva.com.pe

Sergio Salinas Meza  
ssalinas@grupobbva.com.pe

**Inflación general y subyacente**  
(Var. acumulada últ. 12 meses)



Fuente: BCRP

y externas que favorece el rendimiento relativo de los activos financieros en moneda local.

En general, las medidas han buscado encarecer o hacer más incierto el rendimiento de la especulación cambiaria. Así, se elevaron las tasas de encaje en soles (para ayudar a la esterilización de las operaciones cambiarias) y dólares (evitar que se rentabilicen parte de los dólares que entran con fines especulativos, lo que encarece el rendimiento de los mismos). Asimismo, se creó una nueva facilidad de depósitos a plazo en el BCR (que sería un instrumento alternativo a los CDBCRP para retirar los excedentes de liquidez) y se cambiaron las disposiciones sobre los posibles participantes en las subastas de depósitos de CDBCRP. Con esto el Banco Central habría tratado de evitar que los capitales especulativos encuentren un activo financiero en el cual estacionarse mientras esperan que se realice la revaluación de la moneda.

Si bien todo este conjunto de medidas no son muy ortodoxas y son discutibles porque introducen ineficiencia en la intermediación financiera (por ejemplo, las mayores tasas de encaje) y podrían inhibir transitoriamente el desarrollo del mercado de capitales, se debe mencionar que, dadas las características del mercado cambiario peruano (poco líquido), el BCR no tenía muchas opciones para cortar movimientos especulativos que podrían haber exacerbado la caída del tipo de cambio sin que ello reflejara, necesariamente, cambios en las variables fundamentales que determinan su evolución.

No obstante, en un entorno en el que sigue vigente el riesgo de una mayor inflación, algunas de las acciones adoptadas por el BCR implican grandes riesgos para la credibilidad y reputación de la política monetaria y del esquema de metas de inflación, ya que pueden generar señales confusas sobre cuáles son las prioridades del Banco Central: tipo de cambio o estabilidad de precios. En particular, llamó la atención el manejo de la liquidez diaria que se observó en algunos días de enero ya que al no retirarse los excedentes el BCR permitió que la tasa de interés del mercado interbancario se desplome, llegando a registrar niveles de 0,5%, nivel que se encuentra muy por debajo de la tasa de referencia (5,25%). Al parecer, con esta decisión se pretendió dar una mayor incertidumbre a la rentabilidad de los capitales especulativos, pero también puede sugerir que se está usando el principal instrumento de política monetaria (la tasa de interés del mercado interbancario) para alcanzar objetivos cambiarios. Asimismo, se pierde la predictibilidad de la tasa de interés interbancaria, característica que el BCR ha venido enfatizado como una de las principales razones que explican el desarrollo del mercado de capitales en soles y, por lo tanto, para desdolarizar la economía. Adicionalmente, al permitir que la tasa interbancaria se desvíe significativamente de la tasa de referencia, disminuye el poder que tiene ésta variable para transmitir el efecto de las decisiones de la política monetaria al resto de la economía (canal de tasas de interés).

**Tipo de cambio diario**  
(Soles por dólar)



Fuente: BCRP

## ¿Hacia un nuevo enfoque de política monetaria?: administrando los riesgos

Consideramos que los problemas que ha venido enfrentando el BCR en la ejecución de la política monetaria sugieren la necesidad de revisar el enfoque conceptual que emplea para su formulación.

Este enfoque, el que tradicionalmente emplean los bancos centrales, consiste en minimizar una función de pérdida que tiene como argumentos los desvíos de las variables de interés respecto de sus valores objetivos. La minimización toma en cuenta la estructura de la economía, es decir las relaciones económicas que gobiernan la dinámica de la inflación y de otras variables macroeconómicas y, típicamente, la función de pérdida considera los desvíos de la inflación y del producto. Al resolver el problema de minimización se obtiene una “regla” para ajustar la tasa de interés (el instrumento de política del banco central) de manera consistente con los objetivos planteados. La siguiente relación muestra un ejemplo:

$$i_t = \theta_1(\pi - \pi^*) + \theta_2(y - y^*)^{1/}$$

en donde:  $i_t$  es el instrumento de política del banco central (la tasa de interés) y  $\pi$  e  $y$  representan la inflación y el producto, en tanto que  $\pi^*$  e  $y^*$  son sus valores deseados o metas.

El problema que puede surgir es que se puede fallar en detectar posibles desvíos de la inflación respecto de su nivel meta en el futuro, debido al empleo de modelos que no recogen adecuada u oportunamente los cambios de las estructuras económicas. Si esto ocurre, reaccionar posteriormente podría ser complicado o costoso para el banco central. Un ejemplo se viene verificando actualmente, con una inflación subyacente que continúa al alza, lo que sugiere que la tendencia al alza en los precios al consumidor no obedecería únicamente a factores externos. Sin embargo, ahora que se hace necesario retirar el estímulo monetario de la economía, el contexto actual de entradas de capitales especulativos (a pesar de las medidas adoptadas) complica las decisiones del BCR, ya que si eleva su tasa de referencia y la FED continúa disminuyendo la suya, las presiones apreciatorias sobre el nuevo sol se acentuarán. Desde el punto de vista del enfoque tradicional las decisiones del BCR habrían sido correctas; sin embargo, en la práctica vemos que hubiera sido mejor ir retirando el estímulo monetario de la economía (elevar la tasa de referencia) con mayor anticipación para evitar los problemas que hoy se enfrentan.

<sup>1</sup> Ecuaciones de este tipo se denominan reglas de Taylor, autor que demostró que una relación simple de esta forma (con  $\theta_1 = 1,5$  y  $\theta_2 = 0,5$ ) reproducía con bastante exactitud las decisiones de política de la Fed. De manera sencilla, esta ecuación muestra que cuando la inflación (o el producto) se encuentra por encima de su nivel objetivo, el banco central eleva la tasa de interés. Ver Taylor, J. (1993): “Discretion versus policy rules in practice”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, diciembre, pp. 195-214.

Un enfoque alternativo para la formulación de política monetaria ha sido sugerido por Blinder y Reis (2005)<sup>2</sup>. Según estos autores, la aplicación de un enfoque de manejo de riesgos, similar al que se aplica en finanzas, podría dar mejores resultados en la práctica. El proceso de manejo o administración de riesgos implica identificar las diversas fuentes de incertidumbre que se enfrenta en una actividad, cuantificarlas y estimar los costos asociados a cada una de ellas. Asimismo, implica calificar la calidad (fortalezas y debilidades) para enfrentar los riesgos<sup>3</sup>.

La aplicación de este enfoque a la política monetaria conduce a un proceso de toma de decisiones y de razonamiento distinto del que se desprende del enfoque tradicional de minimización de una función de pérdida. La idea aquí es evaluar los posibles cursos de acción y sus implicancias, así como de los costos y las debilidades y fortalezas de las que se dispone. Desde esta perspectiva, la respuesta de política es menos mecanicista que aquella que podría desprenderse del seguimiento de reglas. Asimismo, involucra dar una mayor relevancia a la valoración (*judgment*) de los hacedores de política. En esencia, este enfoque sugiere que, en la práctica, podría ser mejor arriesgarse a cometer el error menos costoso<sup>4</sup>.

Consideramos que este enfoque podría ser particularmente útil en países como Perú, en donde los modelos de proyección enfrentan un alto grado de incertidumbre, por lo que sus pronósticos están sujetos a amplios márgenes de error. Bajo este enfoque, probablemente el BCR hubiera decidido elevar la tasa de referencia con una mayor anticipación y evitar comprometerse a tomar acciones en el complicado contexto actual.

### Valoración

El contexto actual complica las decisiones de política monetaria del BCR. Por un lado, una eventual ampliación del diferencial de tasas seguramente inducirá una mayor apreciación del Nuevo Sol, escenario que el Banco Central ha tratado de evitar adoptando medidas que podrían tener algún costo en términos de credibilidad. De otro, las persistentes tensiones inflacionarias no le dejan mucho espacio para mantener la pausa monetaria.

Una revisión del enfoque que ha venido empleando el BCR para la formulación de la política monetaria sería pertinente. Consideramos que un enfoque basado sobre la administración de riesgos podría ser evaluado, ya que daría una pauta para sistematizar el proceso de toma de decisiones de política monetaria desde una perspectiva distinta.

<sup>2</sup> Blinder, A. y Reis, R. (2005): "Understanding the Greenspan standard". Documento preparado para la conferencia "The Greenspan Era: Lessons for the future", Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 25-27, 2005.

<sup>3</sup> Perea, H. (2006): "Greenspan y un nuevo paradigma para la política monetaria" BBVA Economicwatch. [http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/051229\\_EconomicwatchPeru\\_08\\_tcm268-108599.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/051229_EconomicwatchPeru_08_tcm268-108599.pdf)

<sup>4</sup> El enfoque de administración de riesgos guarda similitud con el bayesiano en la medida que la decisión no se toma en función al resultado más probable, sino a un abanico de posibles eventos.

## Anexo 1: Indicadores Económicos

	1 T07	2 T07	3 T07 <sup>2/</sup>	4 T07 <sup>2/</sup>	1 T08 <sup>2/</sup>	Efecto <sup>1/</sup>
<b>PBI</b> (var. % interanual)	8.1	8.0	8.4	9.2		(+)
<b>Producc. B. Intermedios</b> (var. % interanual real)	10.8	6.1	14.3	16.8		(+)
<b>Producc. B. Capital</b> (var. % interanual real)	5.5	17.2	19.3	88.3		(+)
<b>Importaciones B. Intermedios</b> (var. % interanual)	19.8	17.6	42.2	46.9		(+/-)
<b>Importaciones B. Capital</b> (var. % interanual)	39.1	40.3	57.1	35.6		(+/-)
<b>Ingreso nacional disponible</b> (var. % interanual)	12.3	10.7	9.1			(+)
<b>Demanda interna</b> (var. % interanual)	10.1	10.6	10.4			(+)
<b>Consumo privado</b> (var. % interanual)	6.2	7.7	7.5			(+)
<b>Confianza consumidor</b> <sup>3/</sup> (índice promedio)	57	53	49	47	51	(+/-)
<b>Inversión privada</b> (var. % interanual)	19.5	24.3	29.6			(+)
<b>Empleo urbano Lima</b> (var. % interanual)	8.9	8.1	8.1	8.5		(+)
<b>Empleo urbano provincias</b> (var. % interanual)	8.2	7.2	7.6	7.2		(+)
<b>Tasa de desempleo Lima</b> (% promedio trimestral)	8.3	7.6	8.4	6.9		(+/-)
<b>IPC</b> (fin de periodo, var. % interanual)	0.25	1.55	2.80	3.93	4.15	(-)
<b>IPC subyacente</b> (fin de periodo, var. % interanual)	1.42	1.68	2.15	3.11		(-)
<b>IPM</b> (fin de periodo, var. % anual)	0.24	2.35	4.17	5.24	5.89	(+/-)
<b>Tipo de cambio</b> (fin de periodo, S/. x US\$)	3.18	3.17	3.10	2.98	2.93	(+/-)

1/ Valoración según el BBVA para la restricción de la política monetaria: (+) mayor, (-) menor, (+/-) neutral.

2/ Sólo se consideran los meses del trimestre para los que se tiene información.

3/ Fuente: Apoyo Consultoría S.A.

\* Estimado BBVA

## Anexo 2: Declaraciones de los miembros del directorio del BCR sobre aspectos relacionados a la política monetaria

	J. Velarde	B. Boza	J. Chlimper	A. López-Chau	C. Raffo	M. Rodriguez	A. Salinas	Valoración de la variable
<b>Actividad</b>								
<b>Inflación</b>	<p>“Hemos subido preventivamente la tasa de interés para anclar expectativas en un contexto de choque de inflación importada y una demanda interna que crecer a un ritmo de dos dígitos” (Andina, 15 de enero)</p>							<p><b>Nuevos incrementos de tasa podrían observar en caso se observen presiones de demanda</b></p>
<b>Tipo de Cambio</b>	<p>“Las medidas adoptadas recientemente por el ente emisor tienen por objeto hacer frente a la especulación de algunos fondos de cobertura del exterior en el mercado cambiario y se espera que esta especulación se reduzca” (Andina, 16 de Enero).</p> <p>“Las intervenciones del ente emisor, comprando dólares, dependerán de cómo se desempeñe el mercado cambiario luego de las acciones anunciadas” (Andina, 17 de enero).</p>							<p><b>De percibir la entrada de capitales especulativos, el BCR seguiría interviniendo masivamente en el mercado cambiario.</b></p>
<b>Política Monetaria</b>								