

Perú | Banco Central vuelve a ajustar tasa y se muestra más enérgico con expectativas

Francisco Grippa

El Banco Central elevó en febrero su tasa de interés de referencia en 25pb, a 4,25%. El comunicado que acompañó a la decisión señala cuatro cosas interesantes. En primer lugar, que la inflación ha aumentado debido a elementos temporales del lado de la oferta (alimentos) y a la depreciación de la moneda local, ubicándose en enero en 4,6% interanual, por encima de la meta (2%, +/- 1 punto porcentual). Su comportamiento ha afectado a la inflación esperada y esta también se ha incrementado, excediendo el rango objetivo, lo que podría luego tener efectos contraproducentes sobre los precios de otros rubros de la canasta de consumo. En segundo lugar, que la actividad económica se viene recuperando: en el cuarto trimestre de 2015 habría crecido a un ritmo similar o mayor que el del potencial (4% interanual). Tercero, que la decisión adoptada es coherente con un retorno paulatino de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección. Y por último, se indica explícitamente que las expectativas de inflación serán consideradas para evaluar ajustes adicionales de la tasa de política en el futuro, mención que antes no se hacía de manera tan directa.

Esta decisión no fue sorpresiva. Si bien habían atenuantes, era necesario volver a incrementar la tasa de referencia (ya se había hecho en los dos meses anteriores). Las expectativas de inflación continuaron incrementándose en enero, ubicándose en 3,5% para 2016 y excediendo el rango meta para 2017. Ello sugiere que los encuestados no creen en el compromiso del Banco Central con la meta que este tiene. Y los que menos parecen creer son aquellas empresas que producen y venden la mayor parte de los bienes y servicios que se encuentran en la canasta de consumo o las que fabrican los insumos para que luego se elaboren esos productos, es decir, las empresas no financieras. Estas no solo anticipan que la inflación excederá el rango meta en 2016 sino también en 2017. Existe así el riesgo de que terminen trasladando esas altas expectativas a los precios que cobran, un riesgo que volvió a incrementarse en enero. El nuevo ajuste al alza de la tasa de política monetaria refuerza el compromiso del Banco Central con la meta.

Además, el mejor desempeño de la actividad daba algún espacio para volver a elevar la tasa. La próxima semana se publicará el PIB de diciembre y la cifra será probablemente alentadora, alrededor de 5,3% de crecimiento interanual según nuestros estimados. A ello se suma que, según las encuestas que realiza el mismo Banco Central, hubo cierta mejora en la confianza que tienen los empresarios en el comportamiento de la economía en 2016.

Lo que sí nos sorprendió fue el tono del comunicado, que percibimos más claro y sincero sobre lo que viene ocurriendo y más enérgico. Es algo que se debió hacer hace varios meses, antes de empezar a subir tasa, cuando las expectativas de inflación aún estaban dentro del rango meta. Pudo haber sido la primera línea de acción. En nuestra opinión, se ha sido más claro y sincero en el diagnóstico: la mayor inflación está afectando las expectativas y ello constituye un riesgo porque le puede imprimir inercia al proceso de formación de precios. Se ha sido más claro y sincero en las implicancias: la inflación regresará al rango meta solo de manera gradual, no necesariamente en 2016 como antes se indicaba. Esto es consistente con nuestra previsión de que la inflación está muy cerca de su pico y que pronto empezará a descender, cerrando el año algo por encima del rango meta. Y, también en nuestra opinión, se ha sido más enérgico en las acciones futuras: si las expectativas inflacionarias no ceden, se volverá a ajustar la tasa de política; el que la actividad económica haya mejorado y esté creciendo a su ritmo potencial o algo por encima de eso,

de lo que se desprende que hay algún espacio para llevar la tasa de interés real más arriba (en este momento es bastante acomodaticia), refuerza la credibilidad del mensaje. La mayor claridad y sinceridad del diagnóstico y de sus implicancias también lo refuerzan.

Hacia adelante, es claro que la decisión de continuar elevando o no la tasa de referencia en los próximos meses estará bastante condicionada a cómo se comporten las expectativas inflacionarias. El Banco Central las publica el fin de semana anterior a su decisión, de manera que días antes de la reunión del Directorio se tendrá una buena idea de lo que pueda ocurrir. Sin embargo, hoy, ¿qué podemos esperar? En otras palabras, hoy, ¿hay elementos que nos puedan sugerir hacia dónde irán las expectativas inflacionarias, por lo menos las de febrero, y con ello tener alguna idea de lo que pueda ocurrir con la tasa a principios de marzo?

Las expectativas se han elevado, en parte, porque la inflación se incrementó y, junto con el historial inflacionario de los últimos años, anticipaba que podría mantenerse desviada del rango meta por algún tiempo; en otra parte, porque se percibía que el Banco Central no tenía mucho espacio para actuar debido a que la actividad económica avanzaba lentamente. Sobre esta base, si la inflación empieza a ceder y se percibe que el Banco Central se hace de cierto espacio para actuar (o, incluso sin tenerlo, es enfático en que priorizará el panorama de precios), las expectativas inflacionarias podrían contenerse y eventualmente empezar a descender. En este contexto el Banco Central podría inclinarse a pausar con los aumentos de tasa que ha venido realizando en los últimos meses. Guardaría así algo de munición para lo que siga. Pero, ¿por qué guardar munición y no usarla ya, aún si las expectativas empiezan a ceder? Si bien es cierto que el PIB habría avanzado 5,3% interanual en diciembre y con ello más de 4% en el cuarto trimestre del año pasado (según nuestras estimaciones), tanto la demanda interna como el gasto del sector privado (en ambos casos excluyendo la acumulación de inventarios) se debilitaron a lo largo de 2015 y no habrían llegado a crecer más de 1,5% en ese período. Avanzan muy lento. Una nueva alza de la tasa de política en marzo significaría un incremento acumulado de 100pb desde diciembre, lo que podría dificultar aún más su recuperación, sobre todo con el retroceso de la inflación y las expectativas inflacionarias (la tasa de interés real se elevará).

Entonces, ¿puede la inflación empezar a ceder en febrero? Nos ha sorprendido observar el avance de los precios en los primeros días de febrero. Han disminuido, en promedio, los del pollo, tubérculos (papa) y combustibles, y no se han anunciado nuevas alzas en las tarifas eléctricas. La inflación viene así baja en un mes en el que usualmente no lo es. Es cierto, este resultado es todavía muy preliminar y las cosas pueden cambiar bastante pues faltan aún poco más de dos semanas del mes. Pero si finalmente se confirma que la inflación mensual de febrero es inusualmente baja, la tasa de inflación interanual podría dejar de subir o incluso retroceder. Por otro lado, se tiene un mensaje claro y enérgico del Banco Central de que está mirando de cerca la evolución de las expectativas para sobre la base de ello actuar. Además, sugiere que tiene más espacio para hacerlo porque el ritmo al que avanza el PIB ha mejorado. La amenaza más creíble de seguir ajustando la tasa favorece que eventualmente no sea necesario que lo haga. En conjunto, entonces, no es descartable que el Banco Central pause en marzo.

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.