



adelante.

9 de enero de 2008

BCRwatch

Se incrementa la probabilidad de que el BCR eleve la tasa de referencia

- En un contexto en el que la inflación subyacente se ha ubicado en 3,11% y la demanda interna sigue mostrando una fuerte expansión, consideramos que la probabilidad de que el BCR eleve la tasa de referencia se ha incrementado.
- Durante el año, no anticipamos reversiones importantes de los factores que han inducido alzas en los precios internacionales de los alimentos y el petróleo. Además, se esperan incrementos en las tarifas públicas y consideramos que no se pueden descartar ajustes en los precios domésticos de los combustibles. Ambos elementos podrían afectar las expectativas de inflación y, con un crecimiento acelerado de la demanda interna, podrían empujar aún más el incremento de los precios al consumidor hacia arriba.
- Bajo este escenario, percibimos que un ajuste preventivo en la posición de la política monetaria podría ser necesario en el corto plazo, para asegurar un crecimiento de la demanda interna compatible con la estabilidad de precios y mantener ancladas las expectativas de inflación.
- No obstante, para contener una mayor apreciación cambiaria y no validar movimientos especulativos el Banco Central podría posponer el retiro del estímulo monetario de la economía, aunque la información disponible sugiere que no existe mucho espacio para seguir pausando.

Últimos datos de inflación: algo más complicados

La inflación de precios al consumidor, acumulada en los últimos doce meses, se ubicó en 3,93% al cierre del año anterior, con lo que continúa por encima del límite superior del rango meta del Banco Central (entre 1,0% y 3,0%) y mantiene la tendencia creciente que

Hugo Perea Flores
hperea@grupobbva.com.pe

Sergio Salinas Meza
ssalinas@grupobbva.com.pe

exhibe desde mediados del 2007^{1/}. Cabe precisar que este resultado se explica, principalmente, por factores exógenos como el incremento en los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

La inflación subyacente, indicador que elimina el impacto directo de estos dos componentes del IPC, se ubicó en 3,11%, el nivel más alto desde que el BCR sigue un esquema de metas de inflación. En este caso, se observa que algunos productos han tenido una incidencia importante sobre la inflación subyacente, como por ejemplo la leche evaporada.

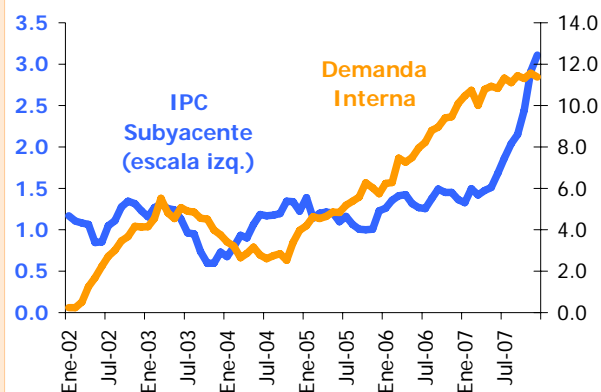
Sin embargo, en la medida que este indicador se diseña para capturar la tendencia inflacionaria o el componente permanente de la inflación, la evolución que ha mostrado en los últimos meses sugiere alguna alerta. Entre los componentes de esta variable que podrían reflejar indicios de presiones de demanda se encuentran los grupos de Comidas fuera del Hogar (incremento de 3,94% en 2007), Educación (3,57%) y Textiles y Calzado (2,82%). Se podría argumentar que, en mayor o menor medida, estos aumentos también obedecen a la transmisión de mayores costos por la elevación en los precios de diversos insumos para algunas actividades productivas (efectos de "segunda vuelta"), como alimentos para el caso de Comidas Fuera del Hogar. Esta transmisión tiende a ser mayor cuando la demanda interna muestra una fuerte expansión y la política monetaria es relativamente laxa. Ello ocurre porque en este contexto el productor percibe que un incremento en el precio del bien que elabora no implicará, necesariamente, una pérdida de participación de mercado.

Otro elemento que ha evolucionado negativamente son las expectativas de inflación. De acuerdo a la última Encuesta de Expectativas Macroeconómicas disponible, al mes de noviembre la inflación esperada para el 2008 se ha elevado de manera sostenida en los últimos meses, y se ubican en el tramo superior del rango meta ^{2/}.

El panorama inflacionario para el 2008 podría complicarse. En primer lugar, no se esperan anticipamos reversiones importantes de los factores que han inducido alzas en los precios internacionales de los alimentos y el petróleo. En el caso de los alimentos, la FAO sostiene que los precios del maíz, trigo y soya se mantendrán elevados durante el 2008 debido a una demanda creciente proveniente de países emergentes que han incrementado su capacidad de consumo, así como para la elaboración de biocombustibles. En cuanto al petróleo, el día de ayer la EIA elevó su proyección para el 2008 del barril del WTI, pasando de US\$ 84,8 por barril (estimación del mes de diciembre de 2007) a US\$ 87,2 por barril. Si efectivamente los precios del crudo se mantienen en niveles similares a los actuales, los aportes del gobierno al fondo de estabilización de los combustibles demandarían un gran esfuerzo fiscal, por lo que eventualmente podrían ajustarse los precios

Inflación subyacente y Demanda Interna

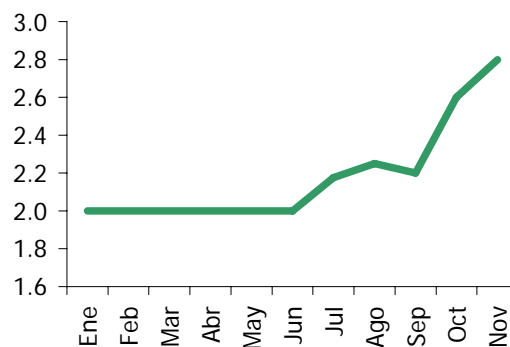
(Var. % últ. 12 meses & var. % interanual, año móvil)



Fuente: BCRP

Expectativas de Inflación para el 2008 según el Sistema Financiero

(Var. % últ. 12 meses)



Fuente: BCRP

^{1/} En octubre de 2007, la inflación excedió el límite superior del rango meta.

^{2/} La encuesta correspondiente al mes de diciembre se publicarán este viernes.

domésticos de este insumo, corrigiendo en parte el rezago que mantienen respecto de la cotización internacional.

Un segundo elemento a tomar en cuenta es que se vienen anticipando incrementos en las tarifas de electricidad y agua, lo que podría presionar aún más la evolución de los precios al consumidor.

Dados los choques que podrían darse a lo largo de este año, para evitar que las expectativas de inflación se exacerben el Banco Central podría optar por retirar el estímulo monetario de la economía. Como los efectos de las acciones de política monetaria toman tiempo para hacer impacto sobre la economía y, en particular sobre la inflación, no se puede descartar que los ajustes en la tasa de referencia podrían tener lugar en el muy corto plazo.

¿El Banco Central detrás de la curva?

En los últimos meses se ha observado un notable desplazamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario. Así, entre setiembre de 2007 (mes del último ajuste en la tasa de referencia del BCR) y lo que va de enero del presente año, el tramo de la curva de Certificados de Depósitos del BCR (CDBCRP) entre 3 meses y un año se ha elevado, en promedio, unos 40 puntos básicos. Ello a pesar de que la tasa de referencia para el mercado monetario se ha mantenido en 5,0%.

Este desplazamiento se explicaría, principalmente, por: (i) las masivas operaciones de esterilización inducen un costo creciente para el Banco Central, (ii) el mercado anticipa que no le queda mucho espacio al Banco Central para seguir pausando, y (iii) mayores expectativas de inflación.

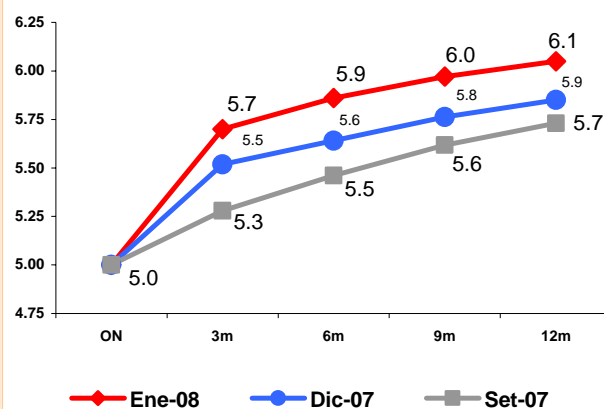
Valoración

Hasta ahora el accionar del Banco Central ha sido notable ya que ha logrado mantener la inflación relativamente acotada, en un contexto de choques de oferta y de significativa expansión de la demanda interna. Sin embargo, también es importante mencionar que la contención de los precios de los combustibles y de las tarifas públicas ha contribuido a atenuar los impactos inflacionarios.

El panorama inflacionario para el 2008 podría complicarse. Por ello, se requiere una acción oportuna del Banco Central que minimicen los riesgos que se presentan para los próximos meses. En este sentido, consideramos que la probabilidad de que el Banco Central eleve la tasa de referencia se ha incrementado.

No obstante, para contener una mayor apreciación cambiaria y no validar movimientos especulativos, el Banco Central podría posponer el retiro del estímulo monetario de la economía, aunque la información disponible sugiere que no existe mucho espacio para seguir pausando.

Curvas de Rendimiento de los CDBCRP*
(en %)



Fuente: BCRP

* Para los plazos donde no se realizaron subastas, se interpolaron los rendimientos.

Anexo 1: Indicadores Económicos

	4T06	1T07	2T07	3T07 ^{2/}	4T07 ^{2/}	Efecto ^{1/}
PBI (var. % interanual)	8.1	8.1	8.0	8.4	10.4	(+)
Producc. B. Intermedios (var. % interanual real)	13.2	10.8	6.1	14.3	16.8	(+)
Producc. B. Capital (var. % interanual real)	-4.6	5.5	17.2	19.3	88.3	(+)
Importaciones B. Intermedios (var. % interanual)	22.4	19.8	17.6	42.2	45.6	(+/-)
Importaciones B. Capital (var. % interanual)	45.0	39.1	40.3	57.1	55.0	(+/-)
Ingreso nacional disponible (var. % interanual)	15.0	12.3	10.7	9.1		(+)
Demanda interna (var. % interanual)	12.0	10.1	10.6	10.4		(+)
Consumo privado (var. % interanual)	7.3	6.2	7.7	7.5		(+)
Confianza consumidor ^{3/} (índice promedio)	56	57	53	49	48	(+/-)
Inversión privada (var. % interanual)	21.9	19.5	24.3	29.6		(+)
Empleo urbano Lima (var. % interanual)	8.8	8.9	8.1	8.1	8.5	(+)
Empleo urbano provincias (var. % interanual)	10.4	8.2	7.2	7.6	7.2	(+)
Tasa de desempleo Lima (% promedio trimestral)	7.7	8.3	7.6	8.4	7.9	(+/-)
IPC (fin de periodo, var. % interanual)	1.14	0.25	1.55	2.80	3.93	(-)
IPC subyacente (fin de periodo, var. % interanual)	1.37	1.42	1.68	2.15	3.11	(-)
IPM (fin de periodo, var. % anual)	1.33	0.24	2.35	4.17	5.24	(+/-)
Tipo de cambio (fin de periodo, S/. x US\$)	3.20	3.18	3.17	3.10	2.98	(+/-)

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. Rodríguez	A. Salinas	Valoración de la variable
Actividad								
Inflación								
Tipo de Cambio								
Política Monetaria								