

Menores Precios de Materias Primas: Retos para la Política Monetaria

Julio Velarde

Presidente

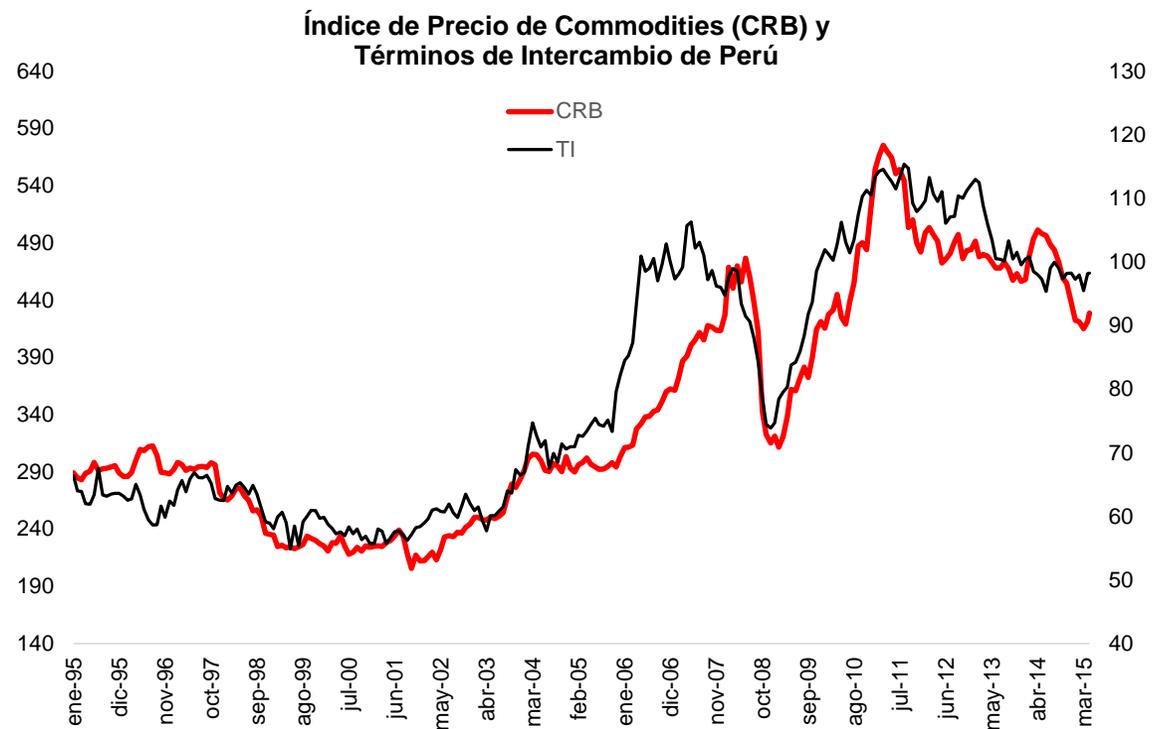
Banco Central de Reserva del Perú



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



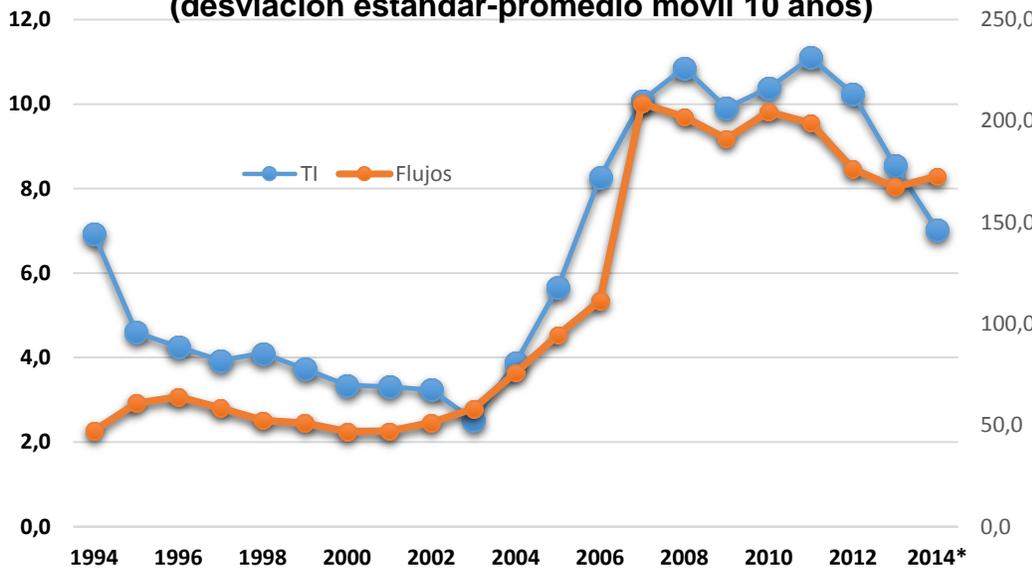
Luego del boom de precios del 2010-11, los precios de los commodities han corregido a la baja.



	Precio máximo	Precio actual	Futuro a dic. 2016
Cobre (US\$/lb)	4,60	2,81	2,80
Oro (US\$/oz.tr.)	1895	1204,10	1182,0
Petróleo (US\$/b.)	145	59,02	63,30
Maíz (US\$/TM)	332	135	157

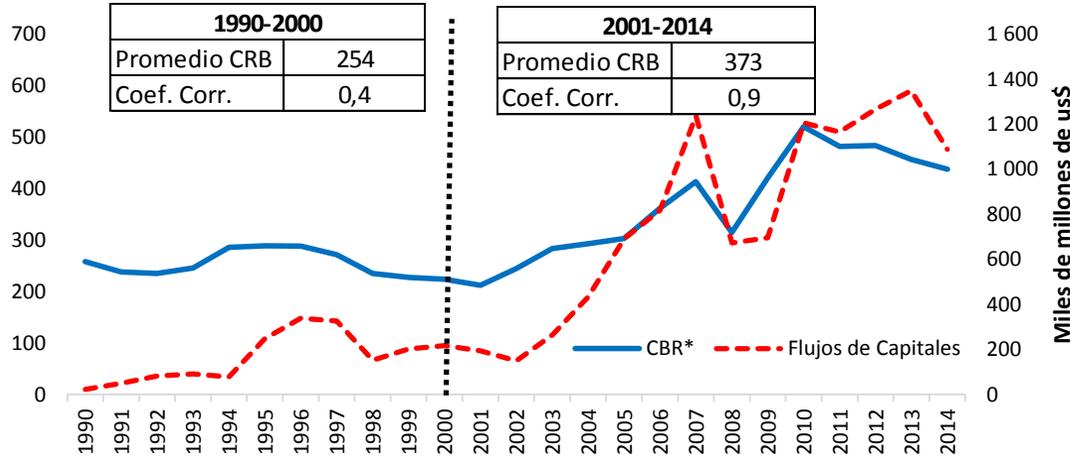
Sin embargo, la alta volatilidad de las cotizaciones y su creciente correlación con el ciclo financiero hacen más difícil predecir su evolución futura.

Volatilidad de Términos de Intercambio y flujos de capitales de LatAm
(desviación estándar-promedio móvil 10 años)



Fuente: FMI, WEO abril 2014.

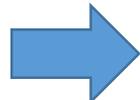
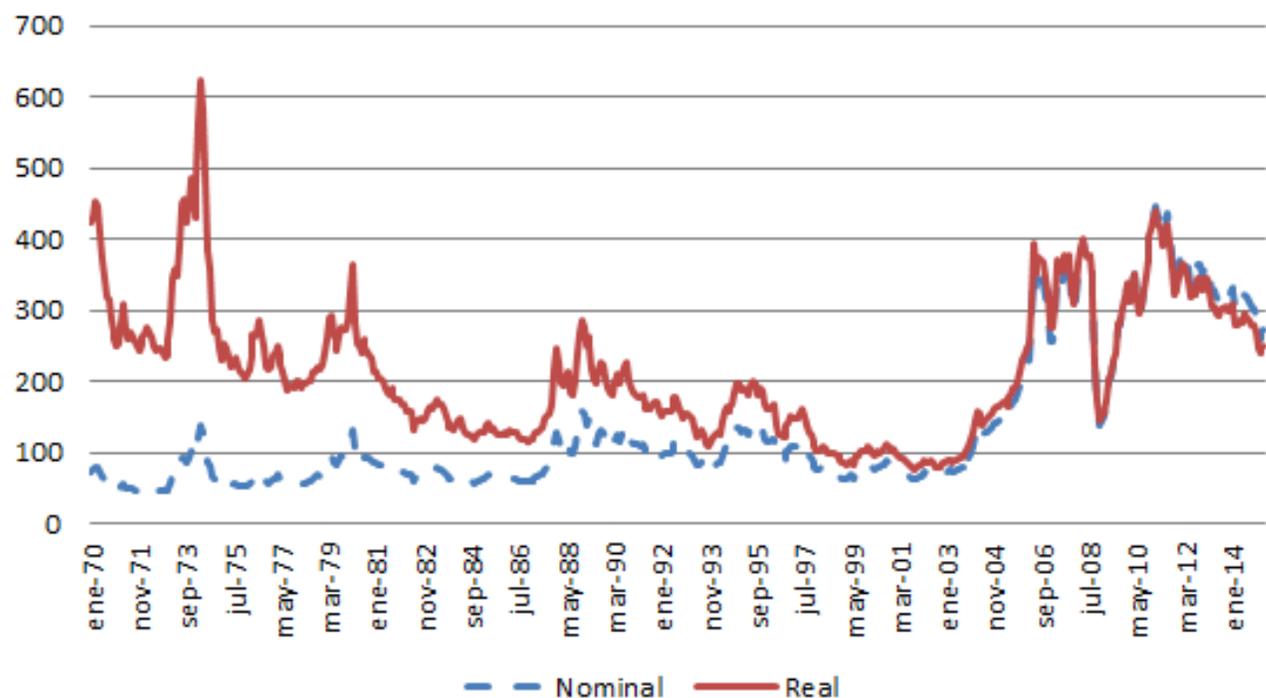
Flujos de Capitales a Economías Emergentes y Precios de Commodities



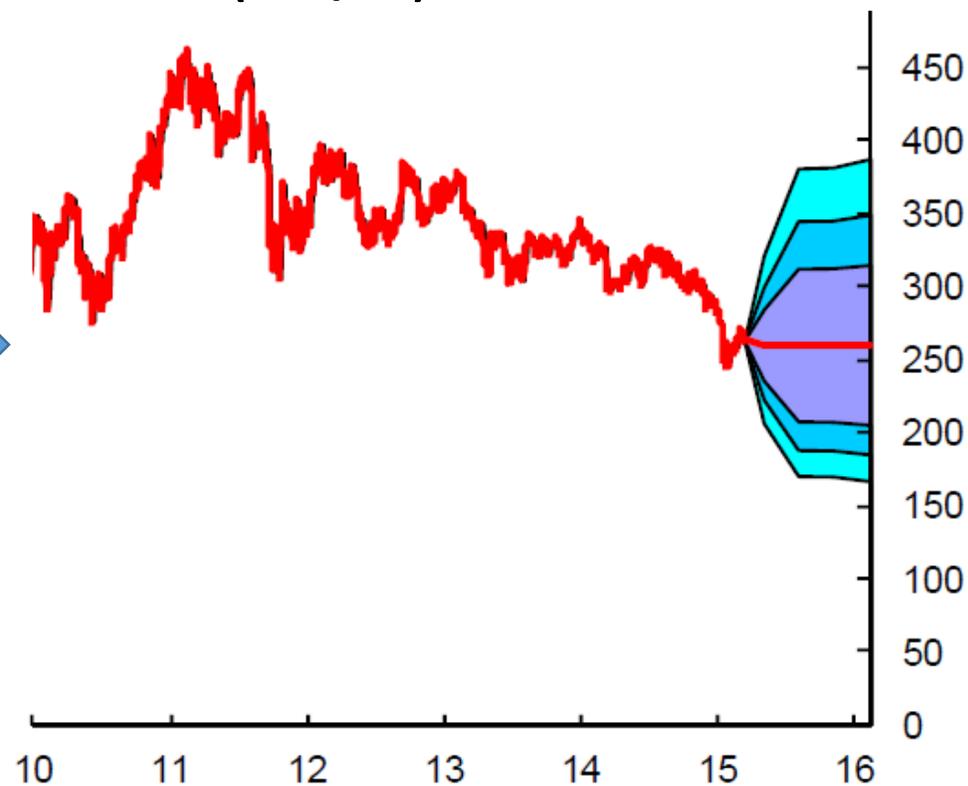
Fuente: Bloomberg y IIF.
*CRB: Commodity Research Bureau.

Por ejemplo, el precio del cobre, principal commodity de Perú, ha corregido a la baja y no se espera alzas significativas en el mediano plazo. Sin embargo, siempre existe factores de incertidumbre.

Cotización Nominal y Real del Cobre
cent.US\$ por libra, deflatado con IPC EEUU base 2010



Cobre (US\$/lb.)

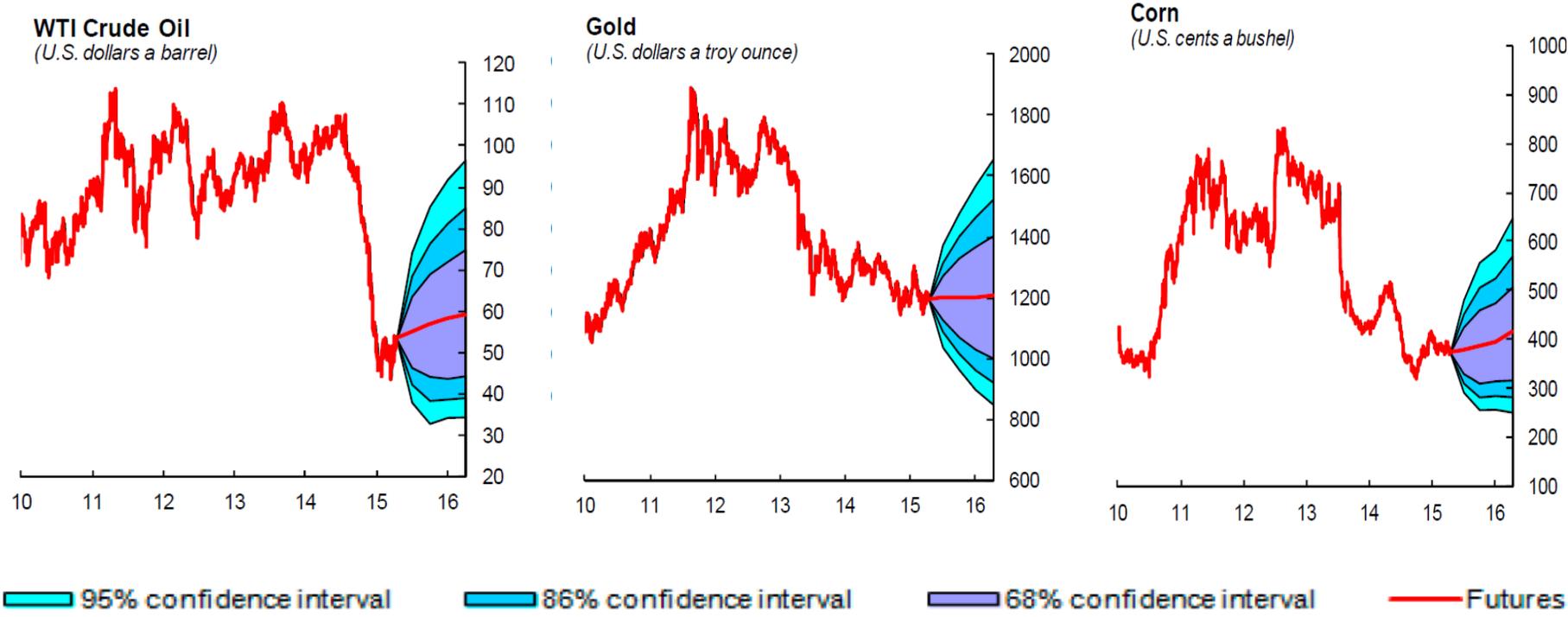


En el corto y mediano plazo, por ejemplo, la demanda china es un factor de alta incertidumbre.
 En el mediano plazo, las perspectivas apuntan hacia precios estables (aunque existe también potenciales presiones al alza).

Fundamentos del mercado de cobre (impacto esperado sobre el precio)

		Al Alza	A la baja
Corto Plazo	Demanda	QE de Eurozona. Inversión récord en 2015 en infraestructura de redes eléctricas.	Apreciación del dólar por expectativa de alza de tasa de interés FED. Corrección del mercado inmobiliario chino
	Oferta	Retraso de proyectos. Caída estructural de la Ley del mineral. Cierre de vetas menos rentables.	Inicio de producción de nuevos proyectos. Caída de producción de menores precios del petróleo y depreciación de monedas de países emergentes.
Mediano Plazo	Demanda	Proceso de urbanización de economías emergentes. Nuevo plan quinquenal de inversión en infraestructura de redes eléctricas (en 2016).	Desaceleración del crecimiento económico de china por cambio a fuente de crecimiento doméstica.
	Oferta	Costos crecientes de producción. Falta de decisión de inversión del gobierno de Chile en Codelco.	Incremento de la oferta por nuevos proyectos.

Similar grado de incertidumbre existen en casi todos los *commodities*. Varios de ellos, además, se podrían ver afectados por el fenómeno del Niño.

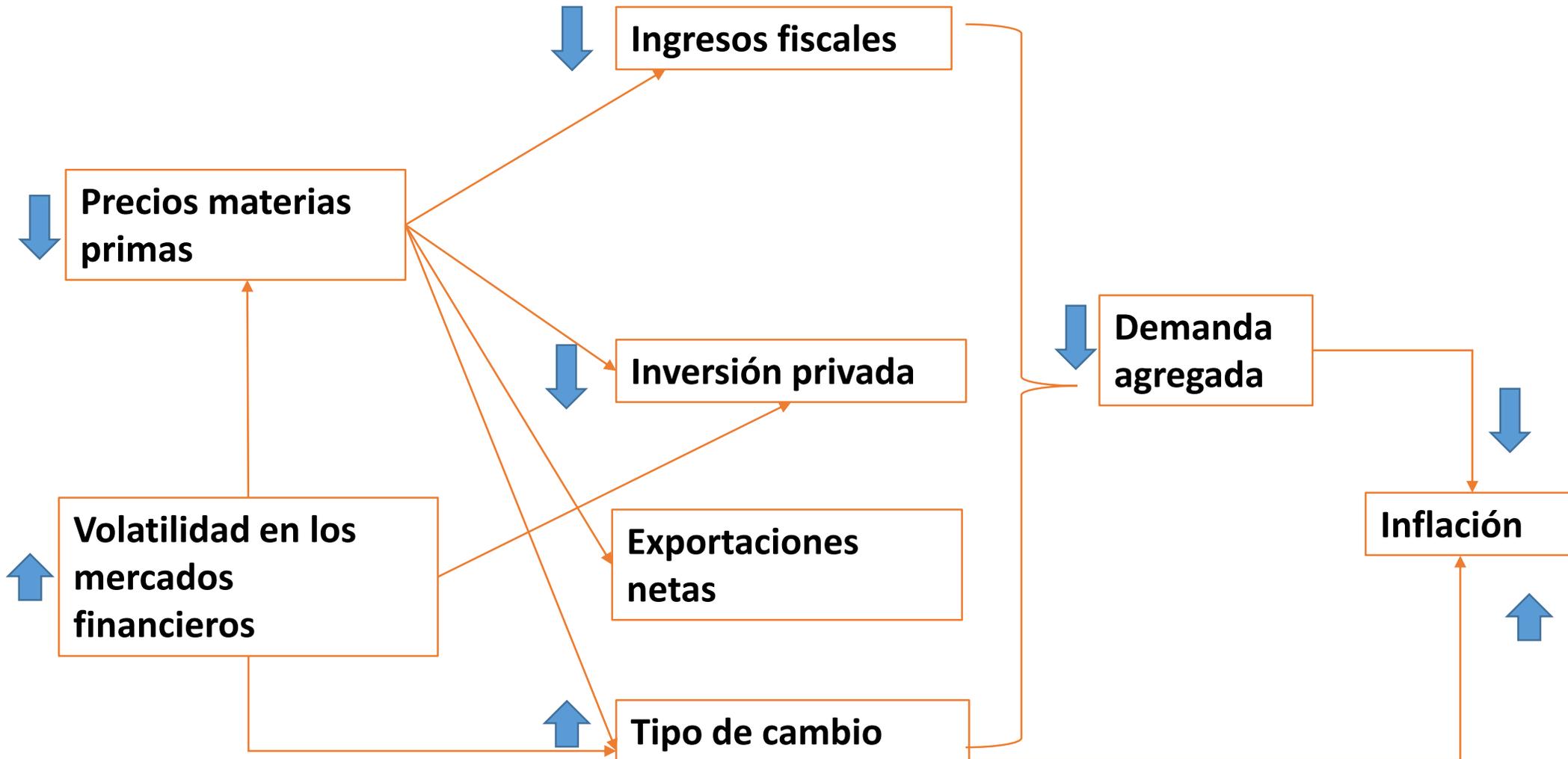


“commodities analysts at société générale say nickel has been the best performer in past el niño conditions, with zinc, coffee, cocoa, cotton and soyabean displaying significant price spikes during the phenomenon.in previous el niño events, droughts in indonesia, a leading nickel producer, have hit production “by affecting hydroelectric power generation facilities and lowering the water levels of inland waterways that are vital for ore transportation”, says the bank. similarly, flooding in zinc mines in peru, the world’s second-largest producer, has caused price spikes”.

Financial Times

Source: IMF, Monthly report on commodity prices

La incertidumbre sobre los precios futuros de las materias primas afecta a las economías de la región a través de diversos canales.

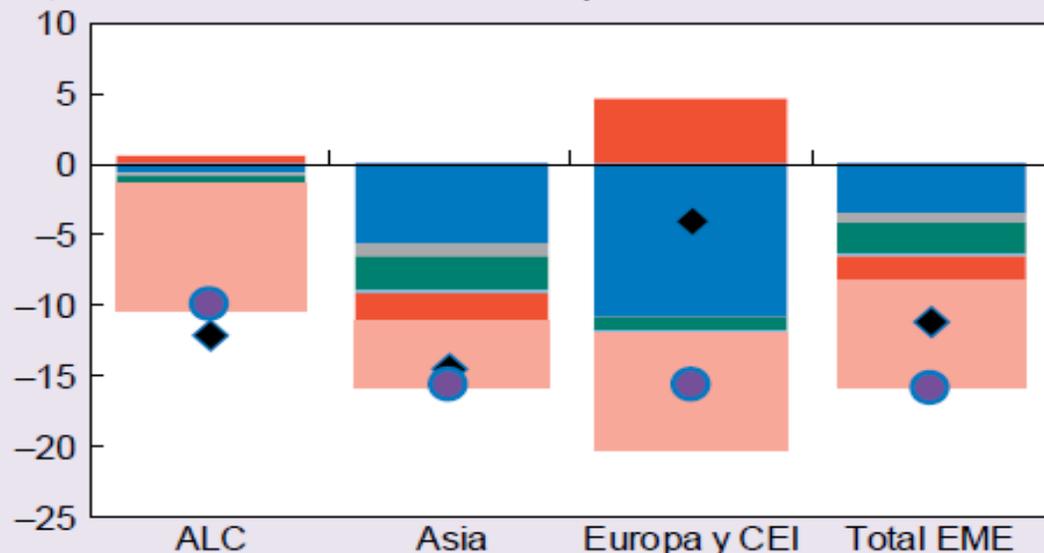


Menores precios de exportación, afectan negativamente la rentabilidad esperada del sector productor de materias primas, y con ello la inversión.

Contribuciones a la reciente desaceleración de la inversión

(Principales efectos, porcentaje)

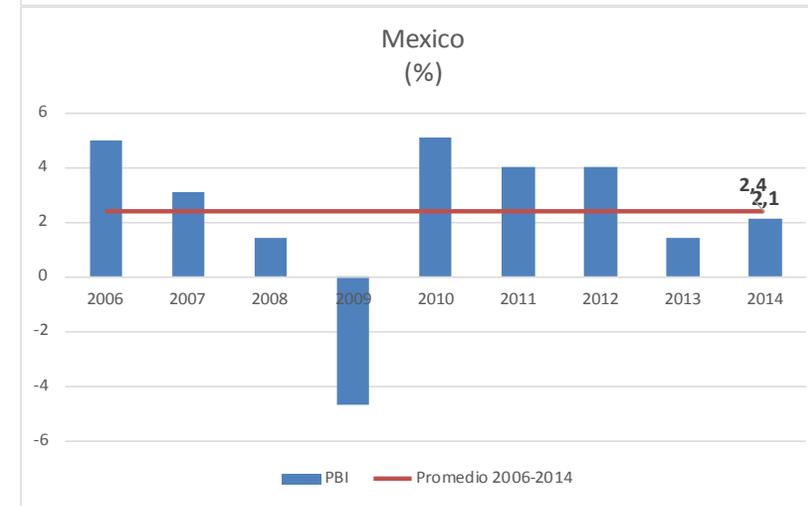
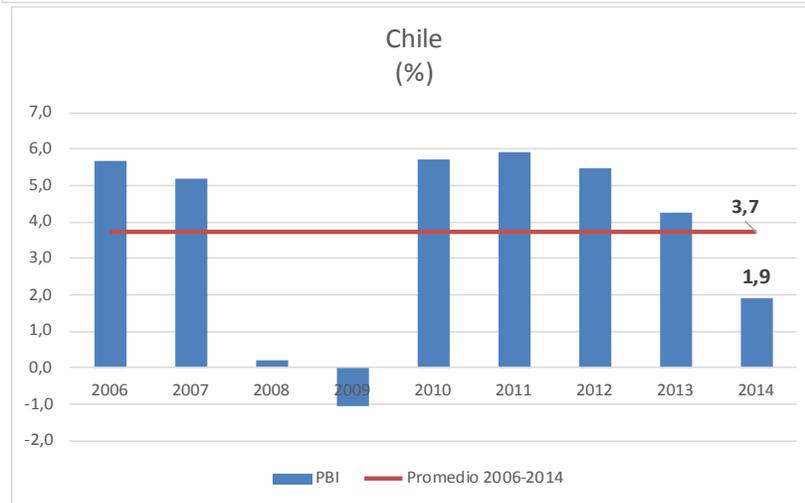
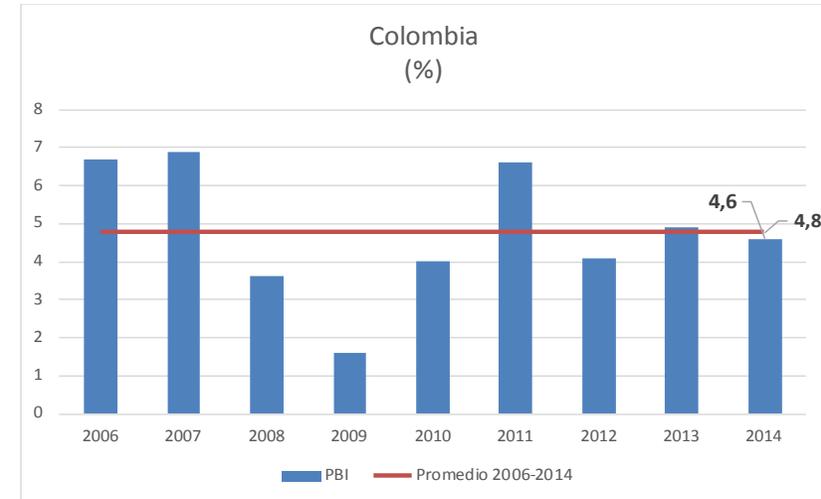
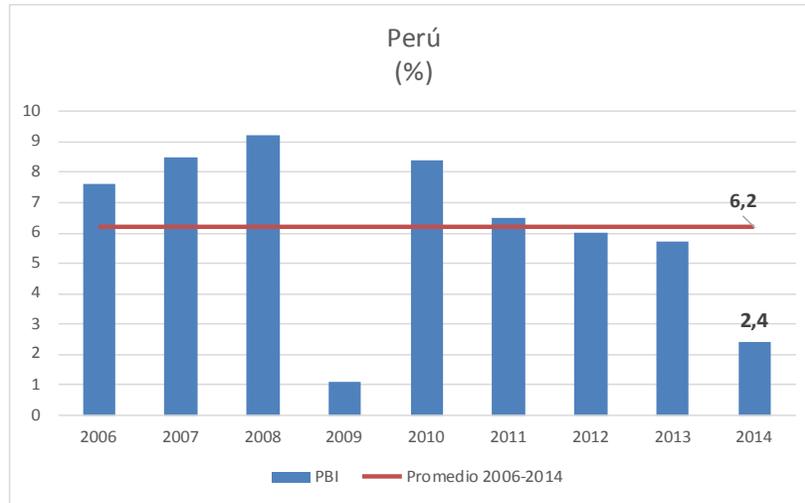
- Q de Tobin
- Variación de la deuda
- Apalancamiento
- ◆ RIC observado
- Flujo de caja
- Entradas de capitales
- Crec. del precio de exp. de las materias primas
- RIC predicho



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

CEI= Comunidad de Estados Independientes; EME=Economías de Mercados Emergentes; RIC =Ratio inversión/Capital; ALC= América Latina y el Caribe. Contribución relativa de cada factor a la desaceleración de la inversión 2011-13 (Promedio de empresas en cada región). Las contribuciones se han generado en base a los resultados de estimación con paneles de datos de empresas por región. Para el cálculo de las contribuciones se excluyen los efectos fijos.

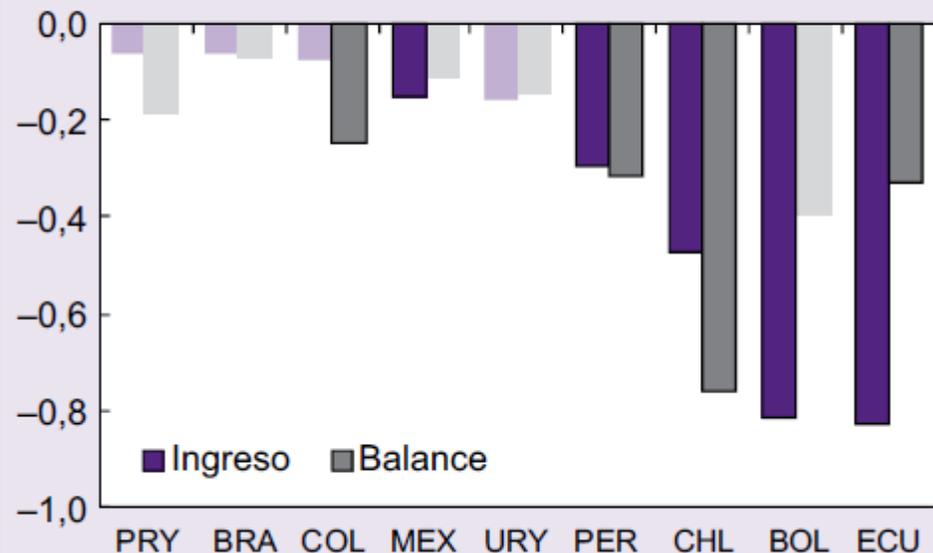
La menor inversión privada a su vez reduce el crecimiento del PBI, y se generan holguras de capacidad.



También se reducen los ingresos fiscales y se generan déficits en la balanza comercial

Respuesta del ingreso fiscal y el balance general a un shock negativo de los CTOT

(Respuesta máxima; puntos porcentuales del PIB)

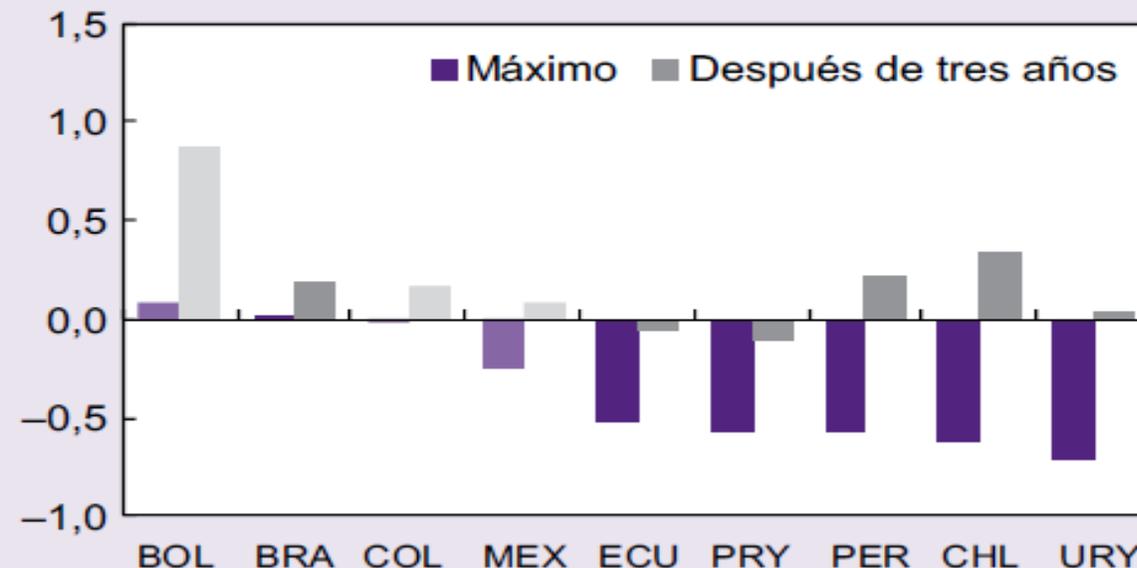


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas. Respuesta del ratio de la balanza comercial a PIB a un shock negativo de una desviación estándar en la brecha de los CTOT de cada país. Las barras sólidas denotan que la respuesta es estadísticamente significativa a un nivel de confianza de 5 por ciento.

Respuesta de la balanza comercial a un shock negativo de los CTOT

(Puntos porcentuales del PIB)

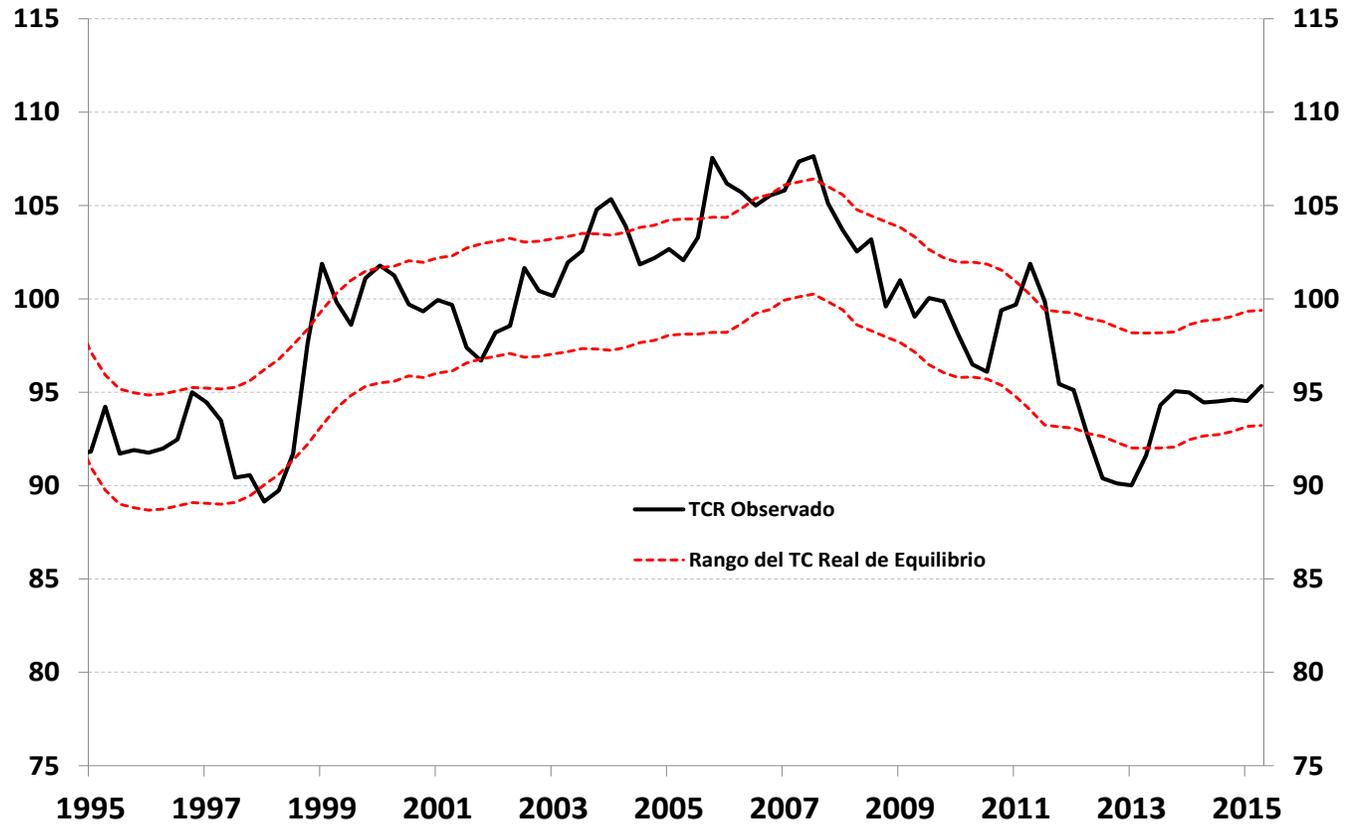


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

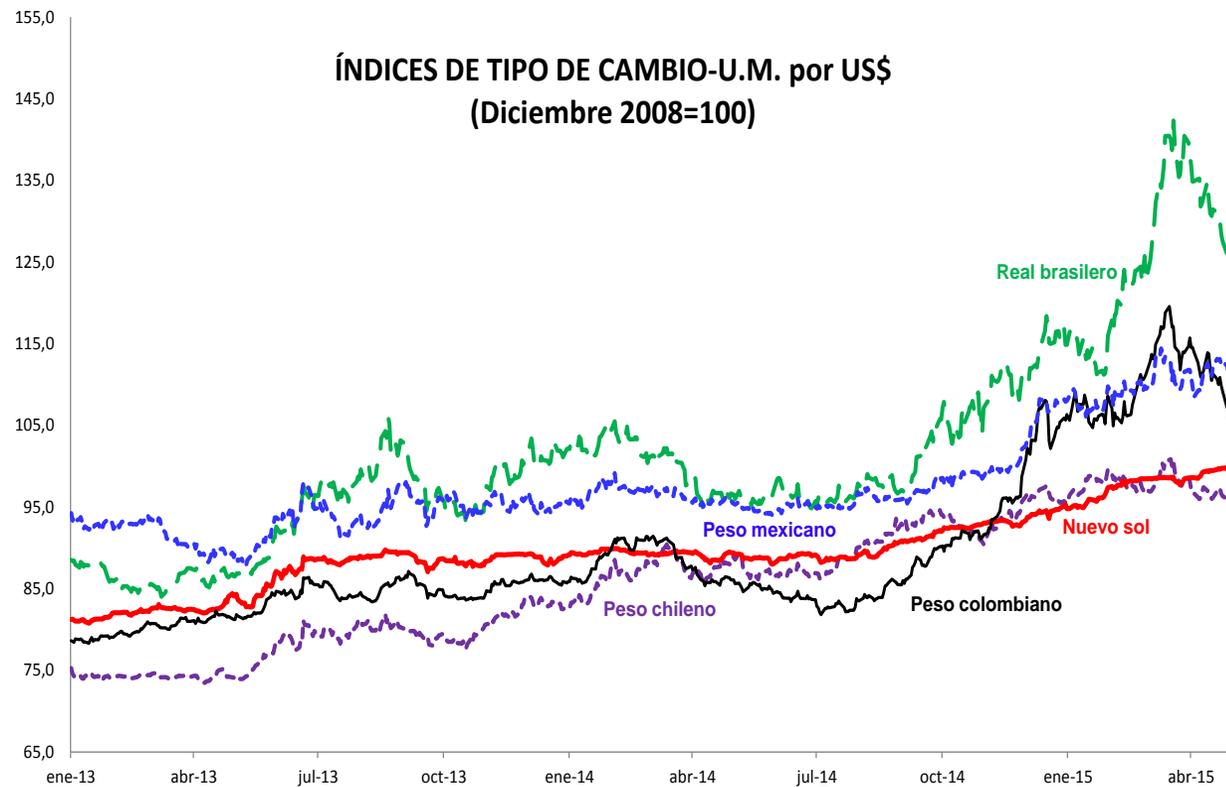
Nota: CTOT = términos de intercambio de las materias primas. Una Desviación máxima con respecto a la tendencia en respuesta a un shock negativo de una desviación estándar en el índice de CTOT de cada país, obtenida de modelos de vectores de corrección de errores que incluyen, además de los CTOT del país, cuatro variables internas: exportaciones reales, importaciones reales, TCER y PIB real.

Como resultado de menores términos de intercambio, el tipo de cambio real se deprecia

Tipo de cambio real multilateral y de equilibrio para Perú



El ajuste en los tipos de cambio afecta la evolución de la inflación en el corto plazo, a través del traspaso del tipo de cambio a los precios de bienes transables.



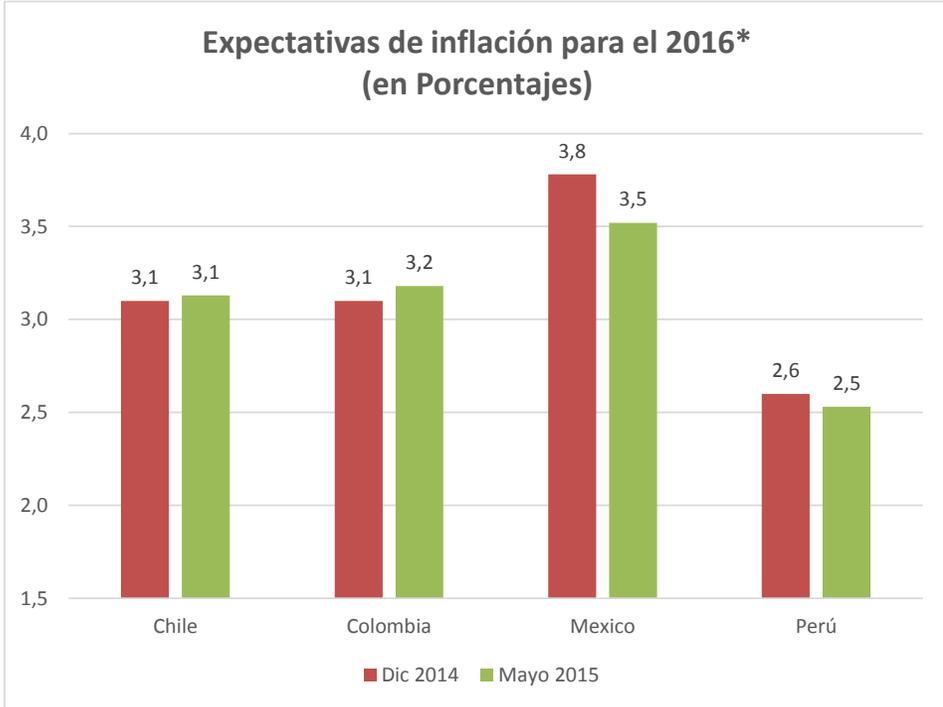
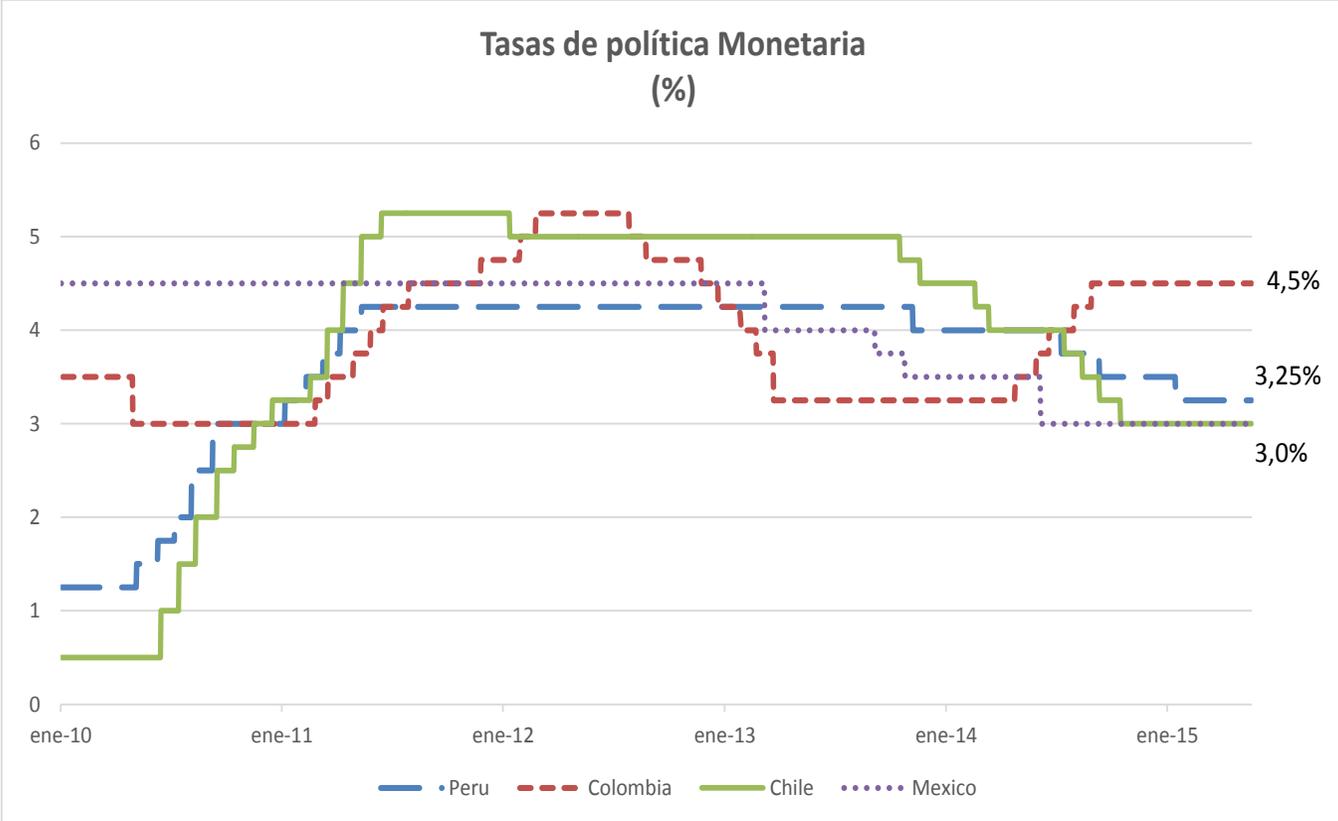
		Brasil	Colombia	Chile	México	Perú
Depreciación (var. % 12m)	jul-14	-0,6	-1,0	11,4	3,8	0,3
	ago-14	-6,3	-0,6	14,9	-2,1	1,3
	sep-14	10,3	6,2	18,4	2,6	3,8
	oct-14	10,7	8,7	12,2	3,6	5,3
	nov-14	9,8	14,8	14,1	6,4	4,4
	dic-14	12,5	23,8	15,4	13,1	6,4
	ene-15	11,2	21,0	14,0	12,2	8,4
	feb-15	21,4	22,4	10,4	12,9	10,5
	mar-15	40,6	31,8	13,8	16,9	10,3
abr-15	35,0	23,2	8,2	17,7	11,5	
Inflación (12m)	jul-14	6,5	2,9	4,5	4,1	3,3
	ago-14	6,5	3,0	4,5	4,2	2,7
	sep-14	6,8	2,9	4,9	4,2	2,7
	oct-14	6,6	3,3	5,7	4,3	3,1
	nov-14	6,6	3,7	5,5	4,2	3,2
	dic-14	6,4	3,7	4,6	4,1	3,2
	ene-15	7,1	3,8	4,5	3,1	3,1
	feb-15	7,7	4,4	4,4	3,0	2,8
	mar-15	8,1	4,6	4,2	3,1	3,0
abr-15	n.d	4,6	n.d	3,1	3,0	

Fuente: Bloomberg.

En este contexto, la política monetaria enfrenta retos importantes.

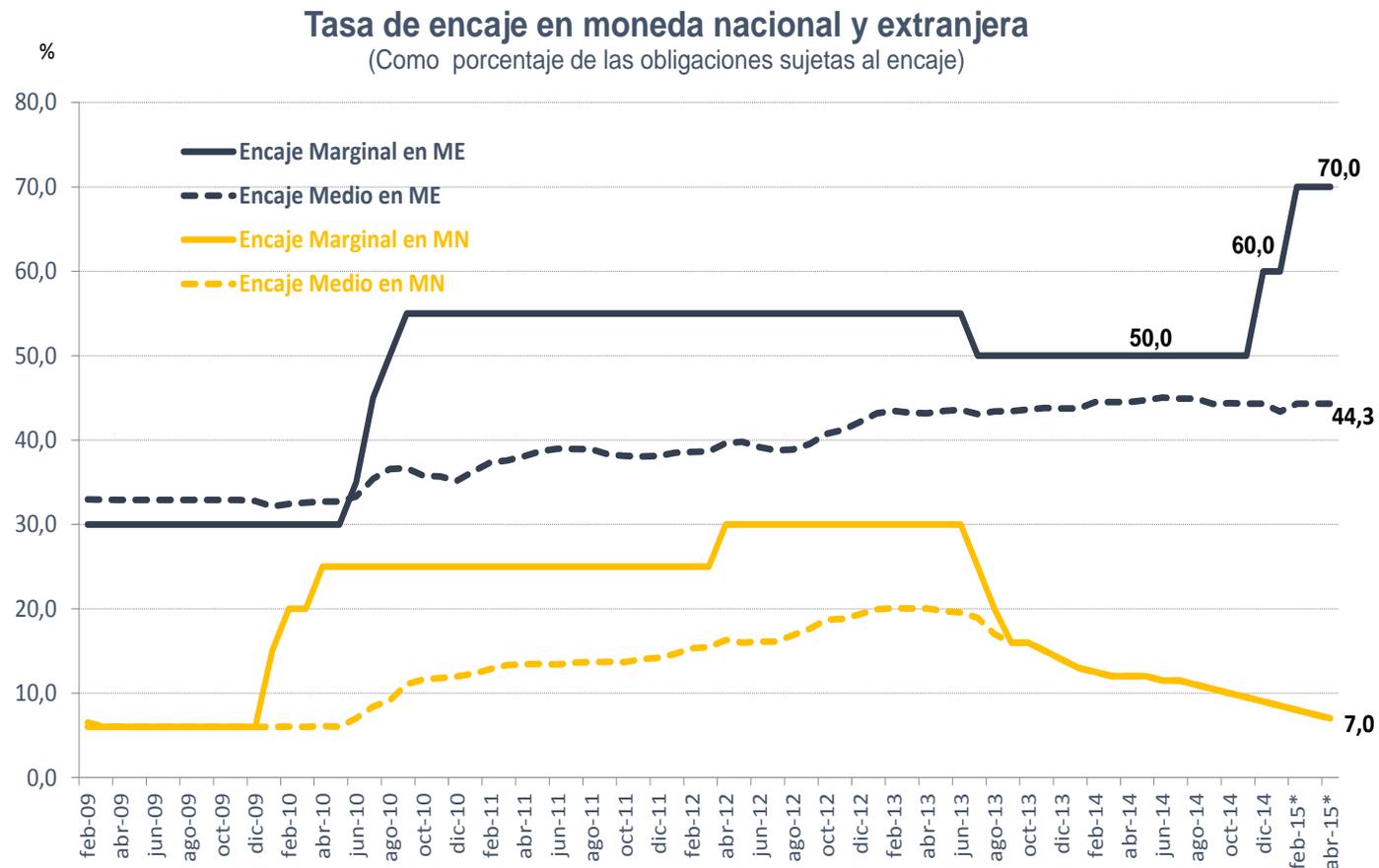
- Se requiere de estímulo monetario para hacer frente a las holguras de capacidad. Sin embargo, la dosis de estímulo monetario debe ser la adecuada para mantener ancladas las expectativas de inflación.
- En economías dolarizadas, se deben también limitar los efectos negativos de hoja de balance asociados a una excesiva volatilidad en el tipo de cambio.
- Se requiere adecuar los instrumentos macro prudenciales para contribuir a una transición gradual que permita una sustitución en el uso de financiamiento externo por financiamiento bancario doméstico por parte del sector corporativo.
- La acumulación de reservas internacionales en el periodo de precios elevados de materias primas otorgan mayor capacidad de respuesta para mitigar los efectos de menores términos de intercambio en la economía.

La credibilidad en la política monetaria permite que los aumentos transitorios en la tasa de inflación no afecten expectativas de inflación, lo que ha generado espacio para la flexibilización de la política monetaria en las economías con mayores holguras de capacidad.



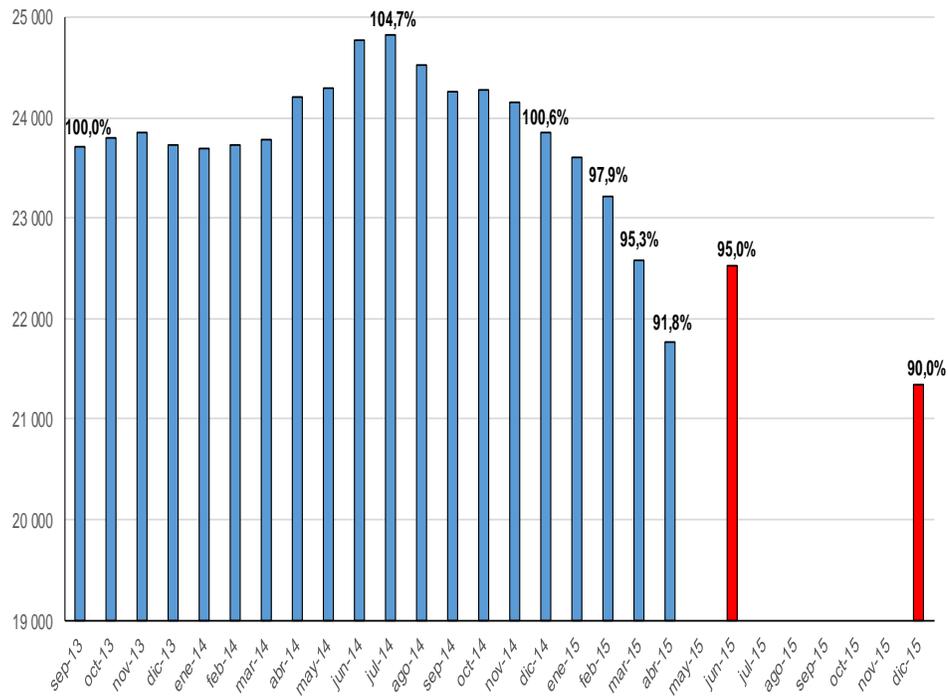
* Fuente: Bloomberg

Las medidas macro-prudenciales adoptadas previamente generan espacios para evitar que las condiciones crediticias se deterioren. En el caso del Perú, se ha flexibilizado los requerimientos de encaje en soles para favorecer un proceso más rápido de desdolarización del crédito.

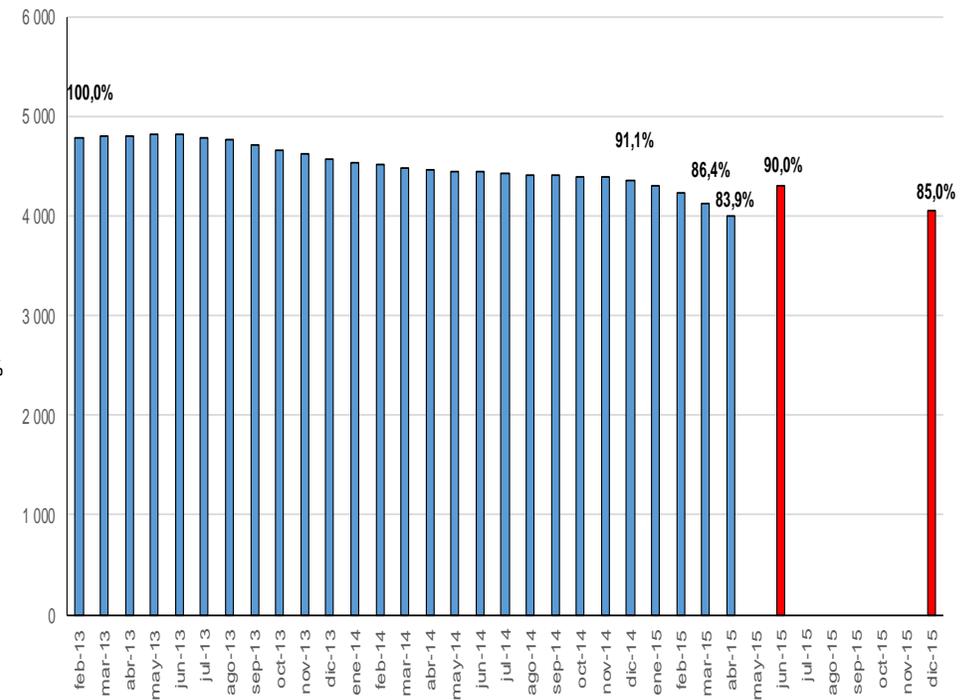


Adicionalmente, para generar incentivos adicionales a la desdolarización del crédito, se han establecido encajes adicionales para las entidades financieras que no reduzcan sus saldos de crédito en dólares.

Crédito total en moneda extranjera excluyendo Comercio Exterior de las Empresas Bancarias
(Mill. US\$)

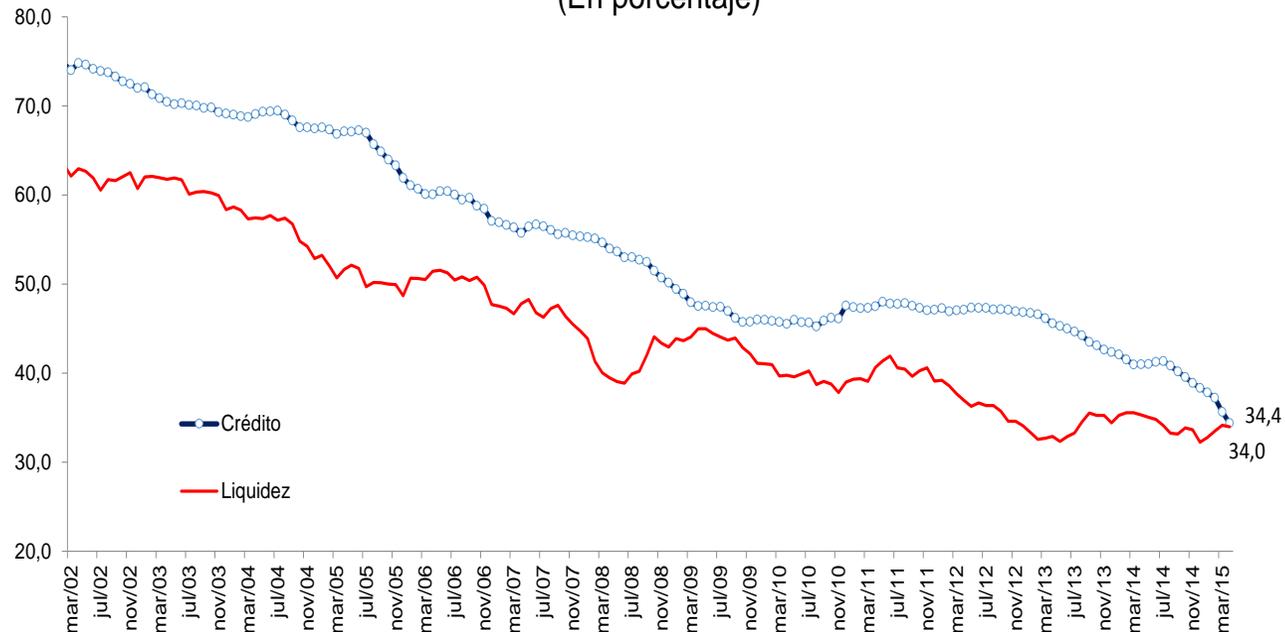


Crédito Hipotecario y Vehicular en moneda extranjera de las Empresas Bancarias
(Mill. US\$)



Como resultado de estas medidas, la dolarización del crédito ha acelerado su reducción en todos los segmentos de crédito.

Coefficiente de dolarización 2002 - 2015
(En porcentaje)

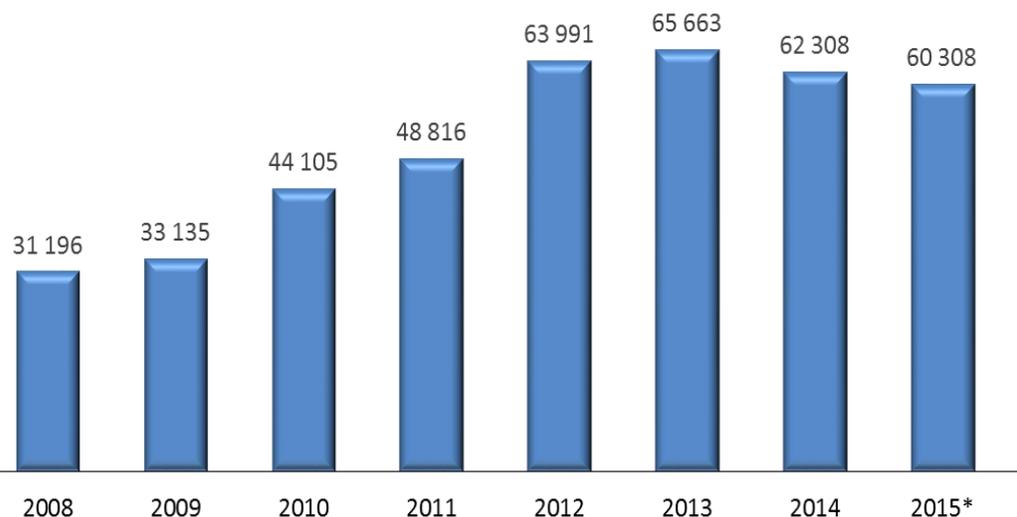


DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	dic-13	dic-14	abr-15
Empresas	52,9	48,5	44,9
Coportativo y Gran Empresa	67,4	59,9	54,8
Mediana Empresa	63,7	59,3	54,1
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	10,2
Personas	23,1	20,0	18,7
Consumo	10,5	9,5	8,9
Vehiculares	75,9	68,9	61,8
Tarjeta de crédito	7,2	6,6	6,5
Hipotecario	40,0	33,9	31,7
TOTAL	42,4	38,3	35,5
A tipo de cambio constante	42,4	38,3	34,4

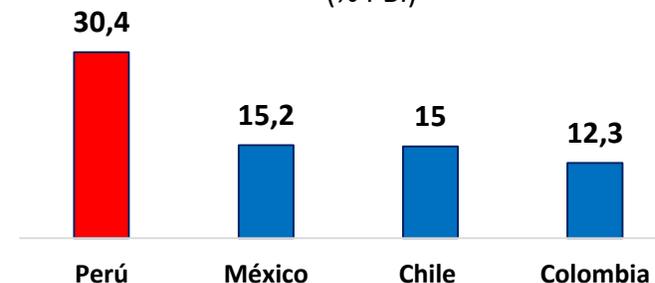
Un adecuado nivel de reservas internacionales permite, también, hacer más gradual el ajuste de la balanza de pagos, en particular, si la mayor volatilidad de los términos de intercambio es acompañada de menores influjos de capitales.

RESERVAS INTERNACIONALES
(Millones de US\$)



*Proyección

Reservas Internacionales 2014
(% PBI)



INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2005	2010	2015*
PBI	19,0	29,7	29,6
Deuda externa de corto plazo 1/	292,7	506,9	564,0
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	385,5	360,2	323,2

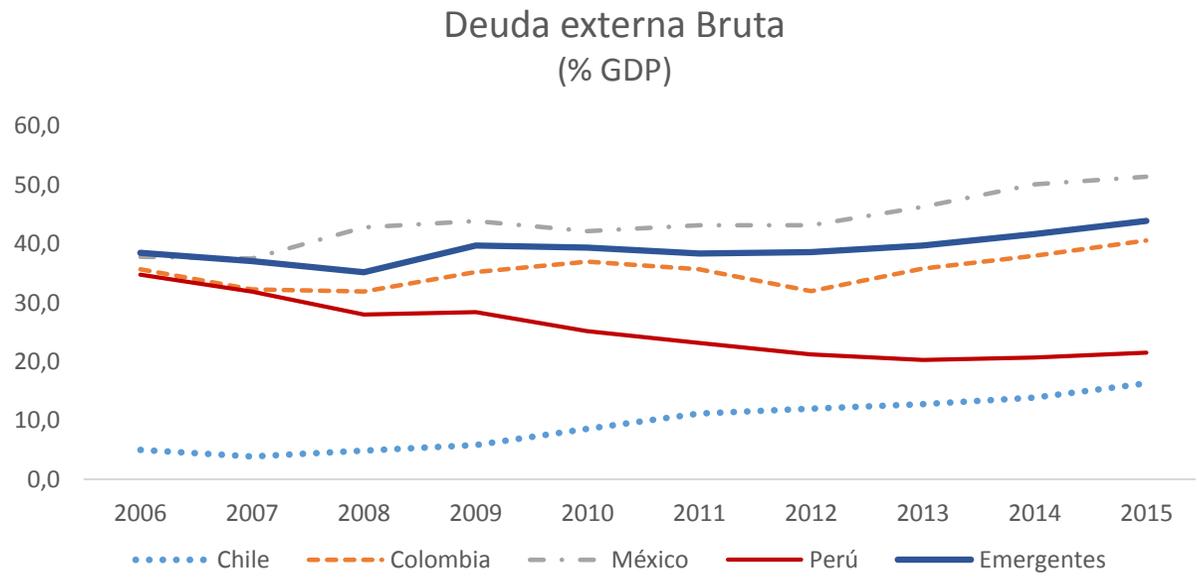
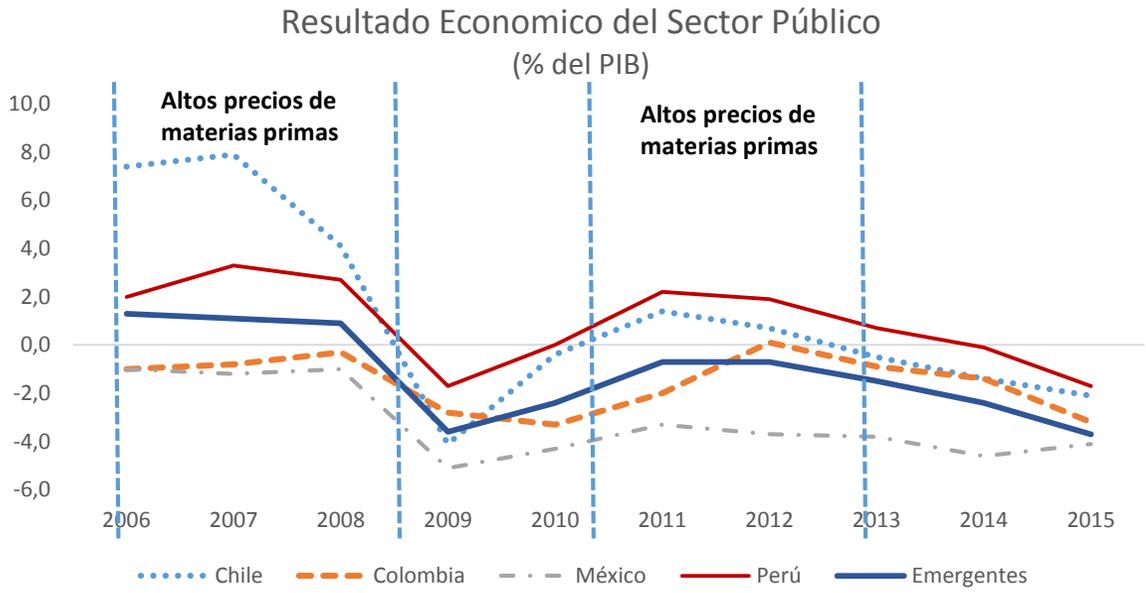
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público,

* Proyección

La política fiscal también enfrenta retos significativos.

- Implementar una política fiscal contra- cíclica prudente que permita reducir el impacto negativo de menores términos de intercambio en la demanda agregada.
- Los ahorros que se generaron durante el periodo de precios altos de materias primas hacen más factible una política fiscal contra-cíclica en el contexto de menores precios de exportación.
- También es importante que se aceleren las reformas estructurales, para limitar el impacto de caídas permanentes en los términos de intercambio en el crecimiento potencial.

Los ahorros generados durante los periodos de altos precios de materias primas dan espacio para políticas fiscales contra-cíclicas.



La caída en los términos de intercambio también afecta el crecimiento potencial. Estos efectos se pueden aminorar con reformas estructurales que permitan incrementar la productividad de la economía en el largo plazo.

Estas reformas deben orientarse a:

- Incrementar los volúmenes de ahorro doméstico para sostener los niveles de inversión privada en un contexto de menores términos de intercambio y menores flujos de capital.
- Aumentar la productividad total de factores, mejorando los niveles de capital humano.
- Reducir las brechas de infraestructura, en particular, de aquellas que son importantes en la estructura de costos del sector transable, como puertos, aeropuertos, telecomunicaciones.
- Promover la diversificación de las exportaciones a través de una mayor apertura comercial.

Comentarios Finales

- Se mantiene la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios de materia primas.
- Los menores términos de intercambio han afectado la inversión en los sectores transables, y el crecimiento del PIB, lo que ha generado holguras de capacidad.
- Los tipos de cambio se han depreciado, lo que en el corto plazo, esta afectando la inflación, aunque las expectativas de inflación se mantienen ancladas.
- En este contexto, se requiere una política monetaria prudente que mantenga anclada las expectativas de inflación.

Menores Precios de Materias Primas: Retos para la Política Monetaria

Julio Velarde

Presidente

Banco Central de Reserva del Perú



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

