

Cambio de prioridades en la Política Monetaria

El Comité de Coordinación Macroeconómica, integrado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el Banco Central del Uruguay (BCU), anunció importantes cambios en el régimen de política monetaria e implementó nuevas medidas macro-prudenciales con el objetivo de corregir los desequilibrios macroeconómicos ocurridos en el último tiempo. Estos anuncios surgen ante un cambio de diagnóstico por parte de las autoridades respecto a la intensidad de la entrada de capitales y de sus efectos sobre el tipo de cambio real debido a la apreciación de la moneda.

Los anuncios del BCU.

1. Extender el régimen de inmovilización de fondos, que abracará también a las Notas de Tesorería (emitidas por el MEF) adquiridas por no residentes. Esta medida anteriormente regía únicamente para los títulos emitidos por el BCU. Además, se incrementó la alícuota de inmovilización de fondos del 40% al 50%
2. Modificar el instrumento de referencia para la política monetaria, pasando de utilizar la tasa call interbancaria a un día (Tasa de Política Monetaria) al manejo de agregados monetarios. En este sentido, si bien se anunció un cambio de instrumento, no se explicitó cuál será el agregado monetario sobre el que el BCU fijará sus objetivos instrumentales (base monetaria, M1, M1', M2), quedando en suspenso hasta el próximo Comité de Política Monetaria (COPOM).
3. Aumentar el ancho del rango-meta de inflación de 1% a 2%, manteniendo el objetivo puntual de 5%. Por tanto, el nuevo rango-meta será de 3% a 7% a partir de julio de 2014, retornando así a la banda que rigió hasta mediados de 2011. Este incremento en el rango fue acompañado de una extensión en el horizonte de evaluación política monetaria, que pasa de 18 meses a 24 meses.

Objetivo e impacto esperado de las medidas.

Las medidas anunciadas por las autoridades intentan interrumpir la trayectoria de apreciación de la moneda y reducir el elevado déficit parafiscal derivado de las operaciones de esterilización monetaria. En este sentido, las medidas anunciadas dejan de lado consideraciones concretas sobre el control de la inflación y sugieren una reorientación implícita de los objetivos.

Estas medidas contribuirían a desalentar la entrada de capitales resultado de las operaciones de *carry trade*, impacto que operaría al menos por tres canales: (i) el encaje de fondos inmovilizados reduce la rentabilidad efectiva de las inversiones, (ii) el aumento del tipo de cambio reduce la rentabilidad en dólares de las inversiones realizadas hasta finales de mayo y (iii) el cambio de régimen monetario introduciría en el futuro mayor volatilidad en las tasas de mercado en moneda nacional y en el tipo de cambio, lo que se traduce en una mayor incertidumbre para la rentabilidad esperada ex ante para estas operaciones.

De esta forma, los anuncios confirman las expectativas implícitas en las operaciones del mercado de cambio en los últimos días, que derivaron en una depreciación del 8% en el peso uruguayo. En esta línea, la moneda local interrumpió la tendencia sostenida al fortalecimiento que venía

registrando en los últimos nueve meses. Esta depreciación de la moneda permitiría recomponer parcialmente la pérdida de competitividad con los principales socios comerciales.

En términos de déficit parafiscal, la menor entrada de capitales permitiría reducir las presiones bajistas sobre el tipo de cambio, reduciendo la intensidad de las intervenciones en el mercado cambiario por parte del BCU. De esta forma, se interrumpiría el proceso de aumento sistemático del stock de Letras de Regulación Monetaria (que aumentó aproximadamente USD 3.500 millones en los últimos doce meses a abril), disminuyendo el costo marginal por concepto de pago de intereses de las emisiones futuras.

Posibles costos de estas medidas.

No obstante, las medidas adoptadas podrían implicar diversos costos en materia de inflación en el corto plazo, eficiencia del mercado financiero local, transparencia, transmisión y señalización de la política monetaria.

En primer lugar, el incremento en el tipo de cambio registrado en las últimas semanas tiene un impacto al alza en las proyecciones de inflación para el segundo semestre del año, a pesar de la desaceleración de la economía y la reducción de las presiones salariales. Cabe destacar que de acuerdo a nuestras proyecciones preliminares de precios, la inflación 12 meses podría ubicarse por encima del 9% transitoriamente durante julio y agosto. Por tanto, este escenario aumenta la probabilidad de que se tomen medidas puntuales en los próximos meses (reducción de tarifas, acuerdos de precios, entre otras) a efectos de mitigar dicho incremento.

Por otro lado, como se mencionó anteriormente, el cambio hacia un régimen de agregados monetarios derivaría, entre otras cosas, en una mayor volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio. Esto tendría consecuencias en términos de eficiencia y costos de transacción del mercado financiero, ya que impactaría en el spread de operaciones activas y pasivas en el mercado de dinero (y por tanto en las operaciones de financiamiento de las empresas), en los spreads en el mercado de cambios y en el costo de operaciones de cobertura de monedas.

Por último, en términos de transparencia, el abandono del régimen de tasas y el retorno a agregados monetarios dificulta la señalización de la política monetaria, reduciendo el entendimiento y previsibilidad por parte de los agentes de los sesgos que sobre ésta se imprima. Este cambio podría afectar negativamente la deteriorada credibilidad de la autoridad monetaria en cuanto a su compromiso con la estabilidad de precios. De todas formas, la instrumentación puntual del cambio de régimen se dará a conocer por el COPOM a fines del presente mes. En este sentido, sería deseable que el cambio de régimen sea acompañado por el anuncio de mecanismos que refuercen el compromiso de las autoridades con su objetivo de controlar la inflación, por un sistema de seguimiento y monitoreo de las futuras decisiones de política monetaria y por una mejora en la rendición de cuentas de las decisiones. De lo contrario, el cambio de régimen monetario podría derivar en un deterioro adicional de la credibilidad del BCU en cuanto a su mandato orgánico de combatir la inflación.

6 de Junio de 2013