

## **Cambios en la política monetaria: 2ª amarilla a la entrada de capitales, sale tasa de interés entran agregados, se ensancha el arco (la tribuna aplaude)**

En el día de ayer, 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. Estos tienen como principal motivación la preocupación de las autoridades respecto a la intensidad de la entrada de capitales y sus consecuencias sobre el tipo de cambio real.

Más allá de los comentarios del título, se intentará en esta breve nota explicar las medidas anunciadas y comentar los principales efectos.

### ***Tres medidas***

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.

### ***...los efectos positivos previsibles***

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.

#### *1. Desaliento a la entrada de capitales para incidir en la competitividad*

Estas medidas contribuirían a desalentar la entrada de capitales resultado de las operaciones de *carry trade*, impacto que operaría al menos por tres canales. En primer lugar el encaje de fondos inmovilizados reduce la rentabilidad efectiva de las inversiones y provoca un incremento en el tipo de cambio que, a su vez, reduce la rentabilidad en dólares de las inversiones ya realizadas. Por otro lado, 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 y mayores costos de monitoreo para estas operaciones.

# cinve

---

En este sentido, 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. De esta forma, 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, siempre que la recuperación del tipo de cambio.

## *2. Reducción del déficit fiscal*

La menor entrada de capitales especulativos permitiría reducir las presiones bajistas sobre el tipo de cambio, reduciendo la frecuencia y magnitud de las intervenciones en el mercado cambiario por parte del BCU. Ante esto, 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), instrumento necesario para regular la liquidez del mercado. Este fenómeno permitiría reducir el costo marginal por concepto de pago de intereses de las emisiones futuras.

## **...y los costos**

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.

### *1. Sobre la inflación.*

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. Esto implicaría que la desinflación esperada para el segundo semestre, sería menor tanto en el registro global como en el componente tendencial, siendo éste último el más afectado por la depreciación del peso. 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.

### *2. Sobre la eficiencia del mercado financiero*

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.

### *3. Sobre la calidad de la política monetaria y sus objetivos*

Por último, el anuncio de cambios en la implementación de la política monetaria podría interpretarse como una reorientación de los objetivos, un menor compromiso hacia la estabilidad de precios y la necesidad de entrar en un esquema de política monetaria con un mayor grado de discrecionalidad.

## cinve

---

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. Asimismo se debería implementar un sistema de seguimiento y monitoreo de las futuras decisiones de política monetaria, con el objetivo de optimizar la transmisión de las decisiones de política monetaria, y una mejora en la rendición de cuentas de las decisiones para evaluar el desempeño de la autoridad monetaria. De lo contrario, el cambio de régimen monetario y su relativa discrecionalidad podrían derivar en un deterioro adicional de la credibilidad del BCU en cuanto a su mandato orgánico de combatir la inflación.

### ***En suma***

Los cambios en la política monetaria y las nuevas medidas macroprudenciales van en la buena dirección en cuanto al propósito de reducir la entrada de capitales hacia títulos de corto plazo con el objetivo de recomponer parcialmente los precios relativos y los desequilibrios en cuenta corriente. Asimismo, permitiría detener el incremento del déficit parafiscal implícito en la acumulación de reservas del BCU, y reducir su incidencia en el déficit global.

En contrapartida, dichos anuncios dejan en segundo plano a la inflación imprimiendo una reorientación de las prioridades de la autoridad monetaria. La adopción de agregados monetarios (instrumento intrínsecamente menos claro que la tasa de interés), el ensanchamiento del rango meta y el alargamiento de los plazos de evaluación de la política monetaria deberán ser acompañados de un compromiso explícito, mejores canales de comunicación de las decisiones y un esquema claro de evaluación de la política monetaria, para evitar que ésta continúe perdiendo credibilidad en su rol estabilizador de precios.

*7 de Junio de 2013*