

Análisis Económico

# Cambios (prometedores) en la política monetaria ayudarán a bajar la inflación

El País (Uruguay)

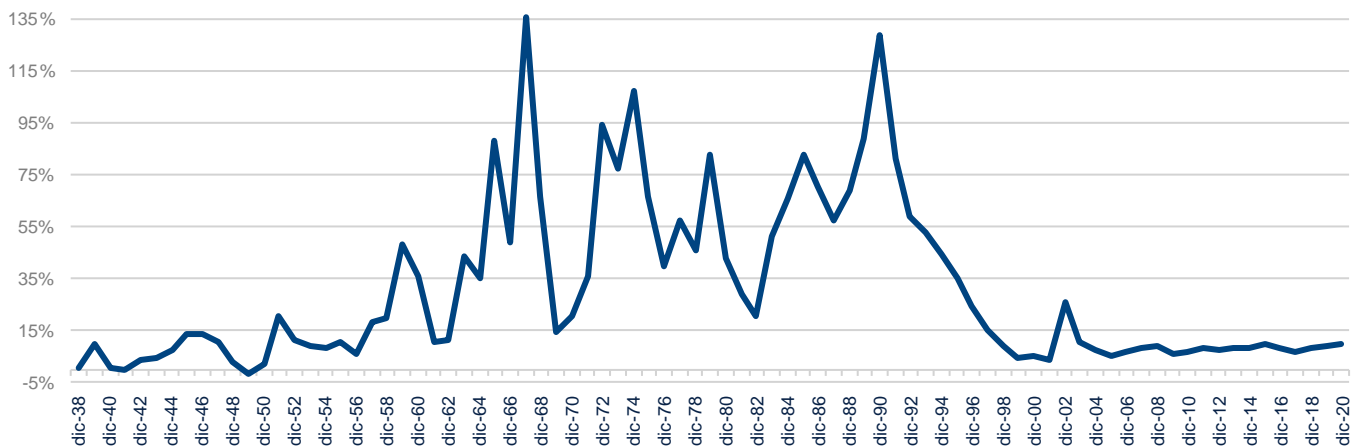
Adriana Haring / Juan Manuel Manías

16 septiembre 2020

El jueves pasado el INE dio a conocer la inflación de agosto de 2020 que fue 0,57% mensual y acumuló 9,79% en los últimos 12 meses. Con este dato, la inflación estuvo fuera del rango objetivo 82% del tiempo desde que comenzó el régimen de metas de inflación en diciembre de 2007.

En términos históricos, es evidente que desde inicios del siglo XXI la inflación se ha ubicado en un régimen bien por debajo de los registros de la segunda mitad del siglo XX.

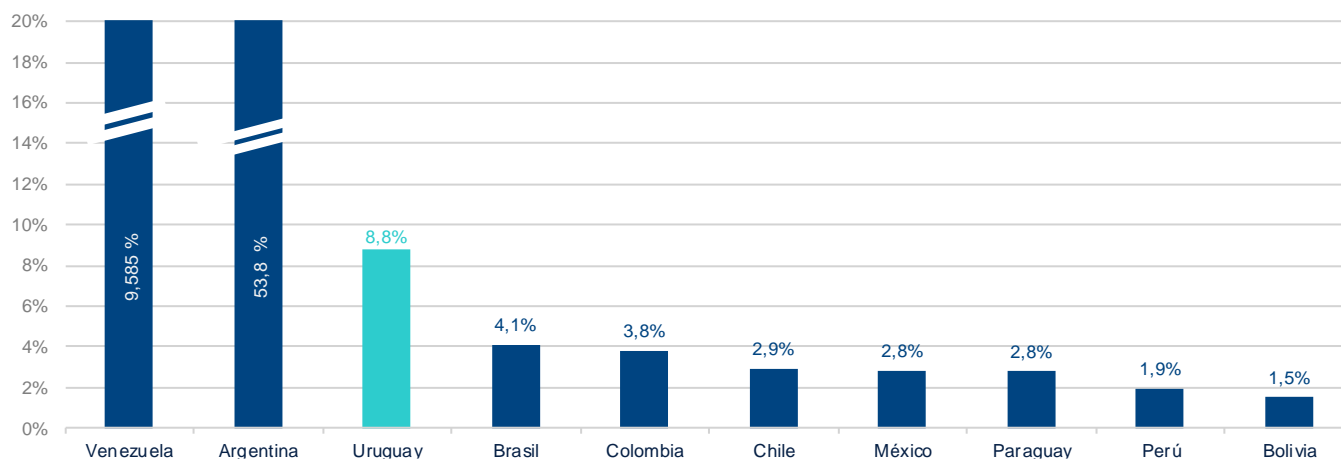
Gráfico 1. **INFLACIÓN INTERANUAL EN URUGUAY (en %)**



Fuente: BBVA Research e INE

Sin embargo, al comparar la inflación del último año con otros países de la región, Uruguay (8,8%) quedó en el tercer escalón del podio, muy por detrás de Venezuela (9,585%) y Argentina (53,8%), pero por delante de Brasil (4,1%). En el ranking mundial, Uruguay ocupó el puesto número 21 evidenciando que aún se mantiene alta para estos tiempos.

Gráfico 2. **INFLACIÓN EN LA REGIÓN, AÑO 2019**



Fuente: BBVA Research y Latinfocus

Existe abundante literatura confirmando que el aumento sostenido de los precios a largo plazo responde a desequilibrios originados por la monetización de déficits fiscales, pero también a la falta de credibilidad en el Banco Central.

En este sentido, el gobierno ha dado claras señales de ir en el sentido correcto con la instrumentación de una regla fiscal que logre finalmente alcanzar la demorada consolidación de las cuentas públicas, pero también dando pasos hacia una mejor institucionalidad e independencia del Banco Central.

## El comportamiento reciente de la inflación en Uruguay

Los precios se pueden clasificar en tres grupos: estacionales, regulados y la inflación núcleo (o subyacente).

Los *precios estacionales* tienen mucha volatilidad y están sujetos a marcadas variaciones periódicas o eventos meteorológicos. Sin embargo, al ser de escasa representación en la cesta del IPC (9% del total), no modifican el nivel general de inflación a menos que sus variaciones sean muy marcadas como ocurrió luego de la turbonada de abril de 2016 en Dolores que afectó la producción de hortalizas. Este evento disparó, en mayo de ese año, los precios de ciertos productos hasta 100% por lo que el grupo Estacionales trepó 5,9% m/m, pero el IPC sólo aumentó 0,97% m/m.

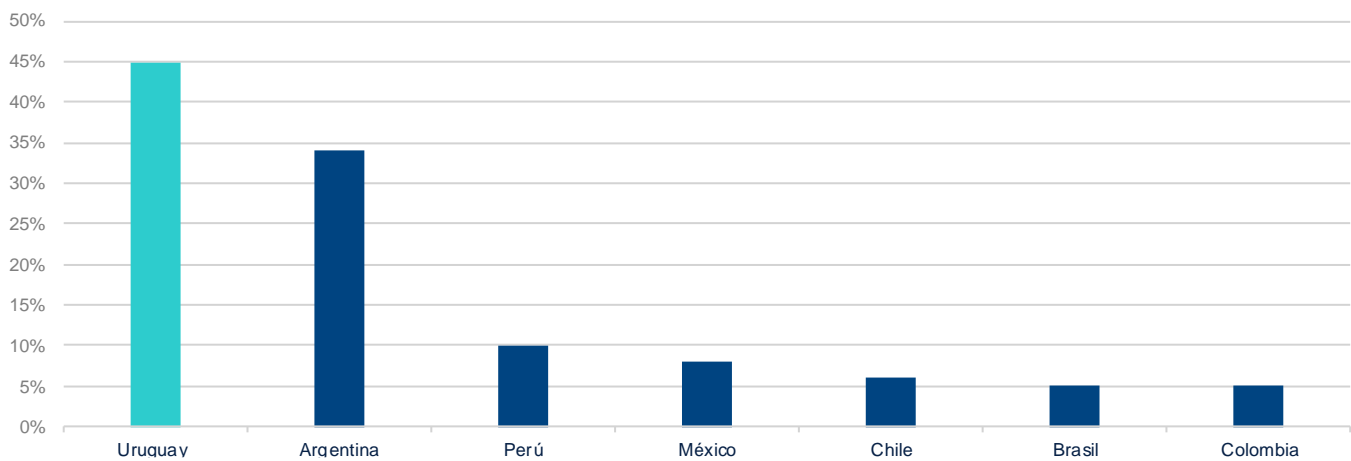
Los *precios regulados*, que explican 21% del IPC, responden a la discrecionalidad del regulador. Así por ejemplo en 2014, las tarifas mostraban un marcado retraso que se recuperó durante 2015, pero el efecto en el nivel general de precios fue poco significativo.

Aquí es muy relevante destacar una de las mejoras más trascendentes de la economía uruguaya de los últimos años: el cambio de la matriz energética. La menor dependencia del petróleo en la generación de energía determinó no solo mejoras en términos ambientales y de vulnerabilidad, sino que supone reducir significativamente el riesgo inflacionario asociado a fuertes subas en el precio del petróleo y del tipo de cambio.

El 70% restante de los precios relevados en el IPC es el grupo más importante: la *inflación núcleo*. Este componente marca la “verdadera magnitud” del fenómeno inflacionario. La oferta de estos bienes y servicios es bastante rígida en el corto y mediano plazo, entonces cuando un aumento permanente de ingresos incrementa el gasto, genera subas de estos precios dada la imposibilidad de aumentar las cantidades. Esto fue lo que ocurrió en Uruguay entre 2004 y 2019 cuando los salarios reales crecieron 63,2%, por sobre la productividad<sup>1</sup> que solo aumentó 43,1% en ese período. Este fenómeno, conocido como indexación salarial, explicaba buena parte del impulso inflacionario, pero afortunadamente ha comenzado a desactivarse a través del esquema de salarios nominales decrecientes.

El otro factor clave en la formación de precios y, en particular, de las expectativas de inflación, es la evolución del tipo de cambio. Uruguay es una economía con un alto grado de apertura y una gran parte de la oferta cubierta por bienes y servicios importados<sup>2</sup>, que explica el rol del tipo de cambio en la formación de precios. De hecho, el coeficiente de traspaso de variaciones del tipo de cambio a los precios, llamado en la jerga económica *pass-through*, es el más alto de la región.

Gráfico 3. **PASS THROUGH EN URUGUAY Y OTROS PAÍSES DE LA REGIÓN**



Fuente: BBVA Research y FMI

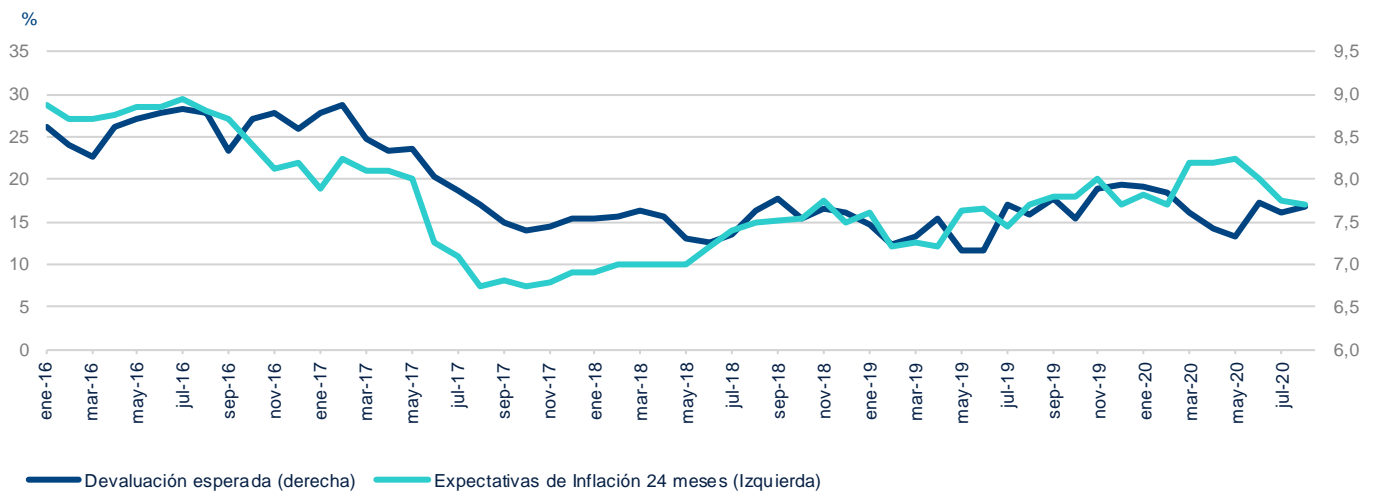
Según estimaciones del FMI<sup>3</sup>, un aumento de 10% del tipo de cambio, suma 4,5 puntos porcentuales a la inflación en los siguientes 12 meses. Este efecto también explica la desaceleración de la inflación cuando el peso uruguayo se aprecia, como sucedió de mayo de 2016 a mayo 2017, cuando el peso uruguayo se apreció de 31,6 UYU/USD a 28,1 UYU/USD y la inflación desaceleró de 11% a/a a 5,24% en julio de 2017. Esto explica la fuerte tentación de utilizar el tipo de cambio como ancla inflacionaria, pero ello implica costos en términos de actividad por contracción de las exportaciones manufactureras. Para equilibrar estas tensiones, el BCU ha mantenido una política de flotación del peso que busca mantener al tipo de cambio en un sendero consistente con los fundamentales macroeconómicos, reduciendo su volatilidad mediante intervenciones en el mercado de cambios y evitando que pierda competitividad frente a sus principales socios. El elevado nivel de reservas, 33% del PIB, da un espacio de maniobra considerable al BCU para sostener esta política.

<sup>1</sup> Medida como el ratio de PIB/ocupado

<sup>2</sup> La industria uruguayo no abastece de muchos bienes a la demanda doméstica porque sería antieconómico su producción local dado los estándares de escala requeridos por la industria actual.

<sup>3</sup> <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF084/09096-9781589067271/09096-9781589067271/ch03.xml?language=en&redirect=true>

Gráfico 4. **EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN E INFLACIÓN A 24 MESES**



Fuente: BBVA Research y FMI

En el pasado agosto los precios estacionales aumentaron 8,0% a/a y los regulados 8,1%, estos últimos incluyen el aumento de 3,3% m/m en abril por el ajuste de tarifas agua, electricidad y comunicaciones. Por su parte, la inflación núcleo registró 10,6% a/a, explicando 7,3 pp del nivel general de inflación y dejando explícita la fortaleza del proceso inflacionario.

## Cambios recientes de la Política Monetaria: importantes pasos del Banco Central para contener la inflación

A poco de asumir, el presidente del BCU anunció que una vez que finalizara la peor parte de la pandemia en Uruguay, iría por el camino de endurecer la política monetaria y volver al sistema de tasas de interés de referencia que se había abandonado en abril de 2013.

Finalmente en el comunicado del jueves pasado, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central anunció la implementación de la tasa de interés como instrumento de política monetaria desde el 4 de septiembre y la fijó en 4,5% anual para colocaciones a un día. El tono expansivo de la política monetaria obedece a la excepcionalidad dada por la pandemia pero se va a revertir cuando se vaya regularizando esta situación. También ratificó el nuevo rango objetivo de 3% a 6% a partir de septiembre de 2022.

La decisión de cambio de instrumento es acertada, y está sustentada en una abundante literatura que demuestra que los agregados monetarios pierden eficacia cuando la inflación es baja, especialmente cuando la economía es bimonetaria<sup>4</sup>, y que con ellos es más difícil reconocer si la postura de la política monetaria es contractiva o expansiva.

<sup>4</sup> La evidencia de los últimos 3 años parece apoyar la teoría de Mishkin- Savastano. Crecimiento de agregados por encima del target resultaron en inflaciones más bajas que al cumplir la meta de expansión de M1. <https://www.nber.org/papers/w7617.pdf>

Una crítica al uso de la tasa como instrumento en Uruguay es la debilidad de los mecanismos de transmisión a la economía real. Sin embargo, cuando la inflación se encauce dentro de la meta esto llevará a una menor dolarización y una mayor penetración del sistema financiero, lo que aumentará la eficacia de la política monetaria.

Si bien la tarea no es fácil, para este año esperamos que la inflación alcance 9,7% y 8,0% el año que viene. Los pasos van en sentido correcto. El uso de la tasa de interés y la mejora en la comunicación aportarán mayor transparencia y credibilidad, el activo más valioso de un Banco Central y el más costoso de construir. Si el BCU está dispuesto a pagar esos costos, los beneficios compensarán con creces el esfuerzo.

## AVISO LEGAL

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.

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Unidad Argentina Av. Córdoba 111 Piso 23, CABA Argentina.  
Tel.: +54 11 4346 4000  
bbvaresearch\_argentina@bbva.com www.bbvaresearch.com

