

Análisis Económico

¿Cómo viene funcionando la Política Monetaria con la tasa de interés de referencia?

El País (Uruguay)

Adriana Haring / Juan Manuel Manías

8 marzo 2020

En septiembre de 2020 abordamos en esta columna los prometedores cambios en la política monetaria emprendidos por el Banco Central, especialmente el cambio de instrumento de política monetaria ya que el BCU retornaba al uso de la tasa de interés (y fijaba la misma en 4,5% anual para operaciones a un día de plazo) y ratificaba el nuevo (y más bajo) rango objetivo de inflación de 3% a 6% desde septiembre de 2022. El anuncio se daba en un momento en que lo urgente era “mantener la economía en marcha”, con una política monetaria expansiva para proveer liquidez y reducir tensiones en la cadena de pagos. Sin dudas, la apuesta es desafiante: ratificar un sesgo expansivo de política monetaria, justificado por la coyuntura, hasta verificar señales de salida de la crisis, y en simultáneo comprometerse con un sendero de descenso de la inflación.

¿Cómo reaccionó el mercado?

Desde aquel momento la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 4,5%, mientras que la inflación promedio fue 9,5%, confirmando el sesgo expansivo de la política monetaria, el cual fue reforzado con una baja de encajes en diciembre 2020. La tasa de operaciones a 1 día (T1D) se mantuvo en torno a 4,5%, a la vez que los rendimientos de las Letras de Regulación Monetaria (LRM)¹ bajaron notoriamente, en particular el tramo a un año. Las intervenciones del BCU en el mercado de dinero con Instrumentos de Sintonía Fina² fueron puntuales, para señalar la convergencia hacia 4,5%, y consistieron tanto en inyectar como en absorber liquidez en promedios similares. Esta dinámica, sin sesgo de intervención ni desvío del mercado respecto de la TPM, deja explícito que los agentes ven consistente el mensaje de la autoridad monetaria (y de la política económica en general) y el compromiso asumido con los objetivos fijados.

A su vez, la encuesta de expectativas de inflación que realiza el BCU verificó una caída en la inflación esperada. Las expectativas para los próximos 24 meses (el horizonte relevante de política monetaria) cayeron desde 7,7% en la encuesta de agosto 2020, a 6,8% en febrero 2021. Promisorio resultado: el sendero esperado por los agentes es descendente y consistente con el objetivo del BCU, pese a que no espera que la inflación se encuentre dentro del rango meta en los próximos dos años.

Pero hay una observación interesante, que tampoco se le ha escapado a la autoridad monetaria. En la encuesta no están todos los agentes relevantes de la economía. El BCU encuesta sólo a analistas y agentes del mercado financiero. Como la entidad menciona en su comunicado del COPOM³ del 11 de febrero, las expectativas de los empresarios, que no están contempladas en el relevamiento, se muestran más rígidas y se mantienen por encima del rango superior del objetivo del BCU. Esta diferencia entre ambos universos de agentes muestra la necesidad

1: Letras de Regulación Monetaria son instrumentos emitidos por el BCU para regular la liquidez estructural del sistema financiero. Existen en pesos y en Unidades Indexadas. Se emiten para plazos que van desde 30 días a 2 años.

2: Los Instrumentos de Sintonía Fina son utilizados por el BCU para intervenir en el mercado a plazos cortos cuando las condiciones de liquidez, reflejada en la tasa media del mercado, no son consistentes con la tasa de referencia.

3: Comité de Política Monetaria.

de llevar a cabo una mejora en la comunicación, para alinear las expectativas de toda la economía. No es un detalle menor, la efectividad de la política monetaria depende en gran parte de la consistencia con la brecha fiscal y la política de ingresos. Es en esta última donde las expectativas de los empresarios, y del público en general, son fundamentales por el rol que cumplen en las negociaciones salariales.

Los precios y las tasas de interés, ¿tomaron nota del cambio?

Si bien la literatura⁴ indica que la política monetaria actúa con rezagos sobre los precios, estos ya vienen mostrando una desaceleración en los últimos meses. La inflación interanual pasó de 9,8% en oct-20 a 8,9% en enero, y la inflación subyacente pasó de 10,9% a/a en enero de 2020 a 8,4% a/a en enero de 2021.

Uno de los argumentos en contra de la utilización de la tasa de interés como instrumento de política monetaria es la baja eficiencia de su transmisión hacia la economía real. En la economía uruguaya la penetración bancaria todavía es relativamente baja, a lo que se suma su condición bimonetaria, lo cual resta aún más potencia a la política monetaria del BCU. Por este motivo es relevante notar que las tasas de interés han acompañado el descenso de la Curva de Rendimientos de las LRM desde sep-20, indicando que por lo pronto la transmisión de la TPM al resto de las tasas de la economía se viene produciendo de manera efectiva. Medidas en promedios ponderados mensuales, las tasas de los créditos en pesos a empresas descendieron desde 12,9% en sep-20 a 11,7% en dic-20, mientras que para las familias pasaron de 49,0% a 31,3%.

La reacción de los agregados monetarios

Los agregados monetarios dejan evidencia de la fuerte demanda de liquidez que ha generado la incertidumbre por la pandemia. En el 2T20, mientras el tipo de cambio promedio trimestral aumentó 9,6% t/t, el circulante fuera del sistema financiero aumentó a 12,0% del PIB desde 10,9% en el 1T20, para luego ubicarse en un máximo de 12,4% en el 3T20. El público no arbitró monedas, sino que se abasteció de pesos ante la insólita situación de la pandemia. El análisis de la evolución mensual del agregado M1', que incluye la emisión monetaria en poder del público más los depósitos a la vista y en Cajas de Ahorro en pesos, suma claridad a este efecto. Desde que se disparó la pandemia en marzo, el mismo ha subido mensualmente mucho más que en años anteriores. En 2020 creció 20,2% a/a, cuadruplicando el crecimiento de 5,5% a/a que tuvo en 2019.

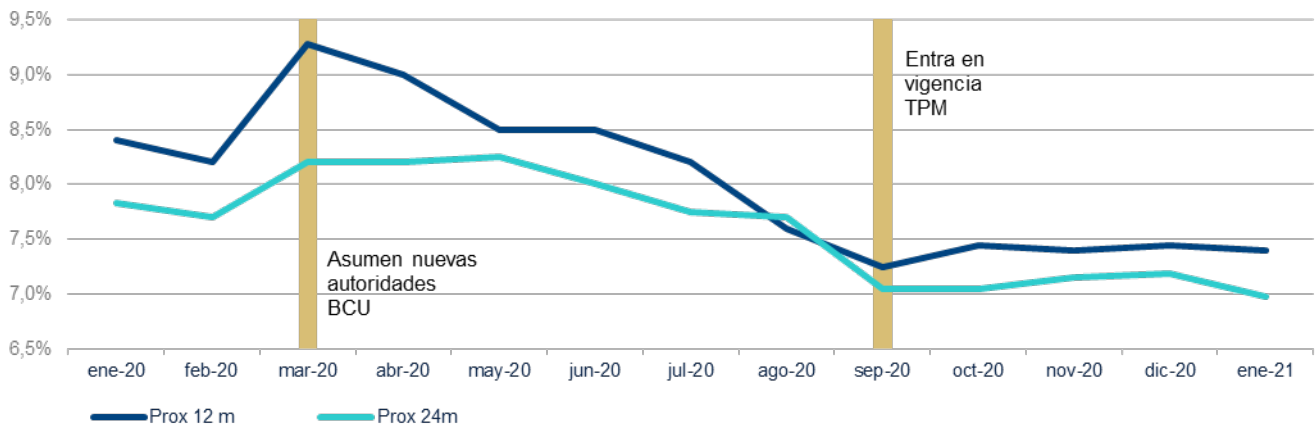
Según nuestras estimaciones y la información del BCU, la demanda de dinero volvió a ceder en el 4T20 y se ubicó en línea con la tendencia pre pandemia. Esto plantea un desafío al BCU, puesto que deberá procesar parte de esa liquidez extraordinaria para evitar un traslado a precios o a tipo de cambio que podrían comprometer el delicado equilibrio actual de política monetaria, necesariamente expansiva, y expectativas de inflación a la baja. Si bien por ahora no hay evidencia de movimientos en ese sentido, tanto en precios como en tipo de cambio, es necesario el monitoreo por parte de la autoridad monetaria dado los rezagos, antes mencionados, en la política monetaria y en el pase a precios del tipo de cambio.

Si bien el compromiso de curvar la inflación al nuevo rango meta sin postergar actividad luce como un gran desafío, renovamos nuestra cuota de optimismo. El anuncio del Plan Estratégico 2021 - 2025 deja explícita la prioridad del BCU en el Fortalecimiento de la Política Monetaria para mantener la inflación baja y alineada a las

4: Bank of England Monetary Policy Committee (1999) "The transmission Mechanism of Monetary Policy", Friedman (1961) "The lag in effect of monetary policy".

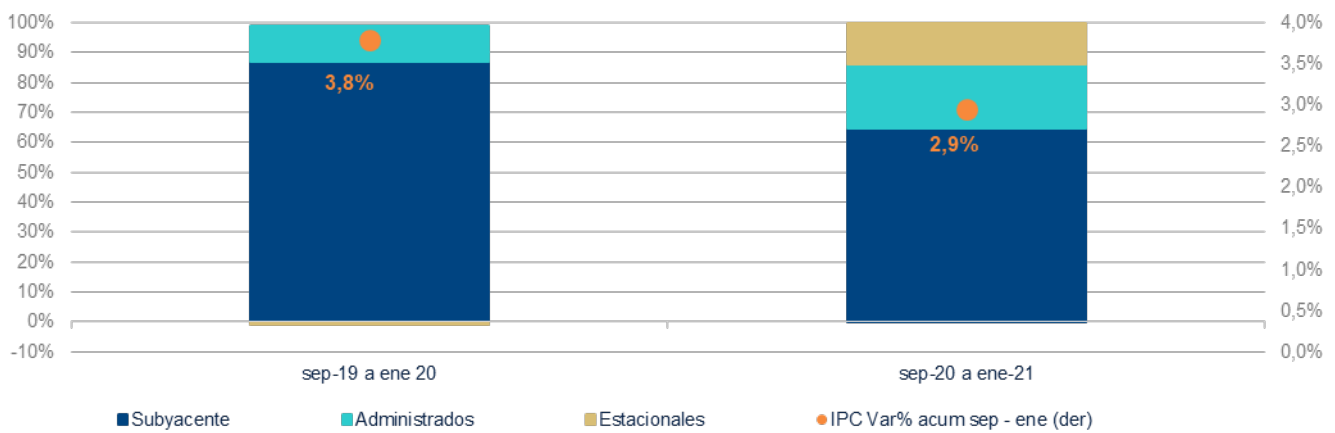
tasas internacionales. Esta es condición necesaria para avanzar con el objetivo de desdolarizar la economía y desarrollar un mercado en moneda doméstica.

Gráfico 1. **EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR% 12 MESES)**



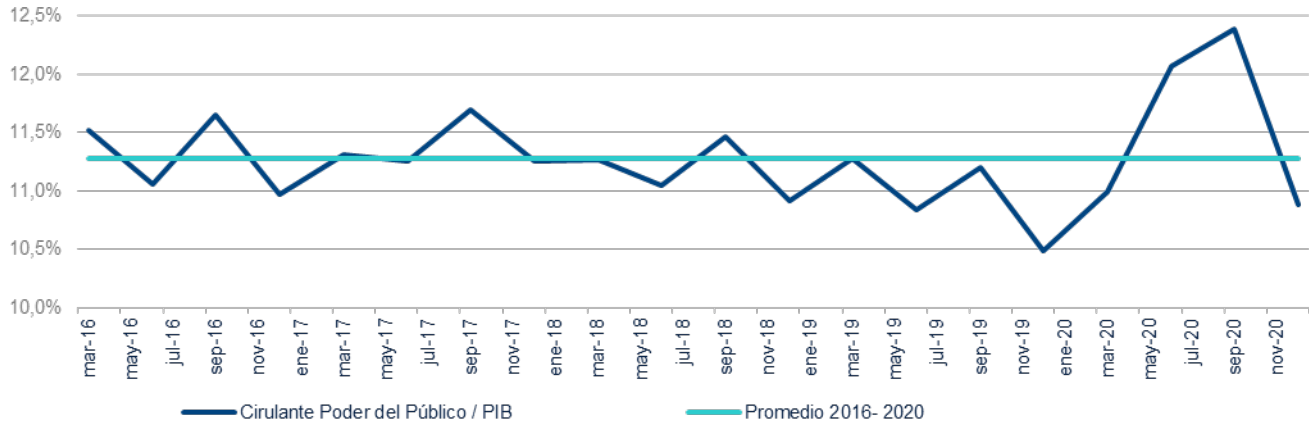
Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 2. **INFLACIÓN ACUMULADA SEP – ENE (CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES)**



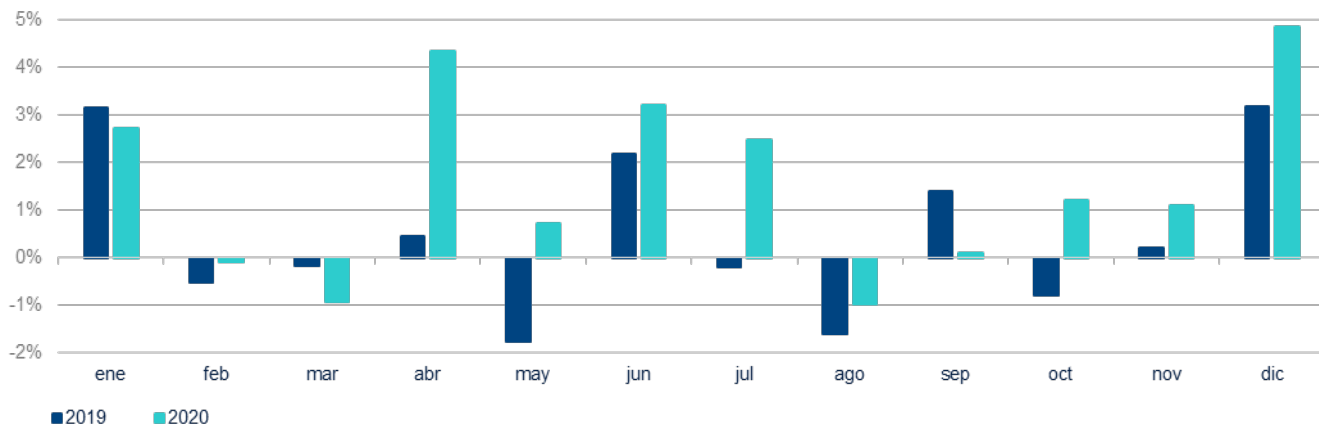
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 3. **DEMANDA DE DINERO (CIRCULANTE FUERA DEL SISTEMA FINANCIERO / PIB)**



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 4. **EVOLUCIÓN DE M1' (VAR% M/M)**



Fuente: BCU y BBVA Research

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 Argentina: Av. Córdoba 111 piso 23. C1054AAA - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

