

¿Es posible reducir la inflación y mantener un tipo de cambio competitivo?

Fundamentos, instrumentos y *trade offs*

Pablo Rosselli

29 de agosto de 2013



Contenido

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR a través de la política monetaria-cambiaria?
¿Cuán restrictivo es el trade-off entre tipo de cambio e inflación?

1. ¿Cuán relevantes son los posibles instrumentos de la política monetaria?
¿Agregados o Tasas de Interés?

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR influyendo sobre sus fundamentos?

1. ¿Cuál es el espacio de acción de la política económica hoy y cuáles deberían ser sus objetivos de mediano plazo?

Contenido

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR a través de la política monetaria-cambiaria?
¿Cuán restrictivo es el trade-off entre tipo de cambio e inflación?

1. ¿Cuán relevantes son los posibles instrumentos de la política monetaria?
¿Agregados o Tasas de Interés?

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR influyendo sobre sus fundamentos?

1. ¿Cuál es el espacio de acción de la política económica hoy y cuáles deberían ser sus objetivos de mediano plazo?

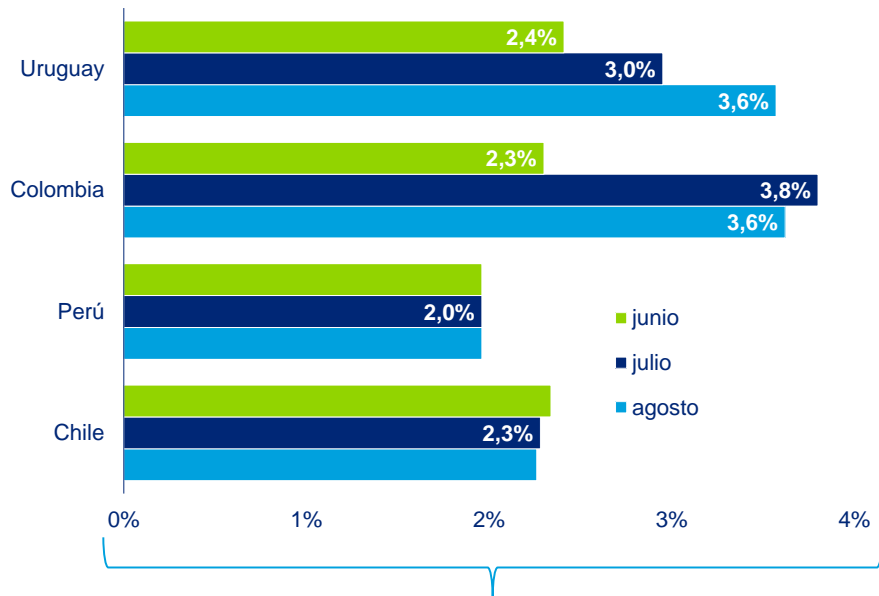
El énfasis habitual que el debate pone en el *trade-off* inflación – dólar se enfoca en el *pass through* pero subestima el conocido «trilema».



En el corto plazo, el trilema puede combatirse con intervenciones cambiarias esterilizadas. Pero su eficacia depende del grado de sustituibilidad entre activos domésticos y externos.

La intervención cambiaria con esterilización tiene impactos muy limitados por la alta sustituibilidad entre activos domésticos y externos.

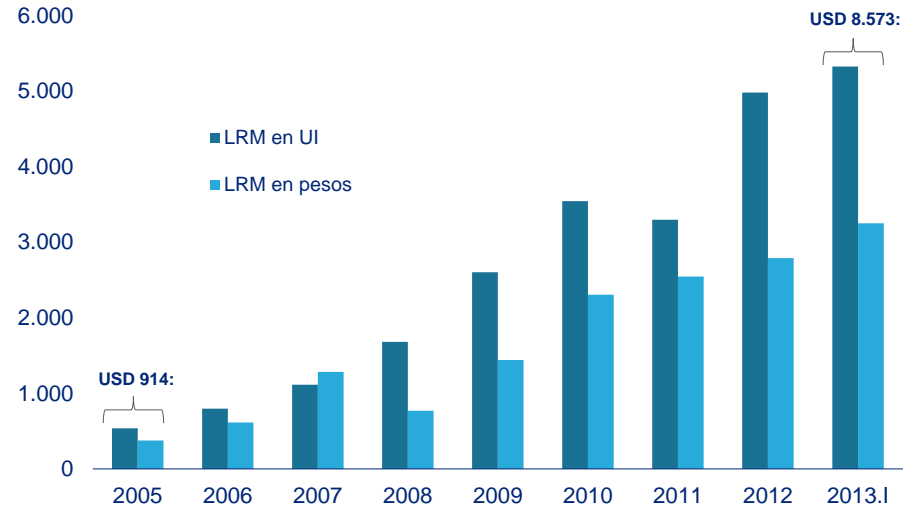
Rendimiento de títulos públicos indexados a la inflación



No hay primas de riesgo relevantes vs otros activos externos comparables.

Stock de títulos públicos emitidos por el BCU

En millones de dólares



El Banco Central compró dólares entre 2005 y 2013 unos US\$ 6.000 millones. Las intervenciones cambiarias se volvieron sistemáticas y de largo plazo (ineficaces para su objetivo). De todos modos, tuvieron otro impacto relevante y positivo: **eliminaron el riesgo cambiario en la deuda pública.**

Contenido

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR a través de la política monetaria-cambiaria?
¿Cuán restrictivo es el trade-off entre tipo de cambio e inflación?

1. ¿Cuán relevantes son los posibles instrumentos de la política monetaria?
¿Agregados o Tasas de Interés?

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR influyendo sobre sus fundamentos?

1. ¿Cuál es el espacio de acción de la política económica hoy y cuáles deberían ser sus objetivos de mediano plazo?

Desde 2005 la política monetaria ha sido usualmente expansiva en relación a la meta de inflación para perseguir objetivos cambiarios.

Regla de Taylor

$$i = \pi^* + \alpha \pi + \beta \Delta \pi + \gamma \text{GAP} + \delta \Delta \text{GAP}$$

π^* : Tasa Real (3,5%)
 $\alpha \pi$: Brecha de inflación
 $\beta \Delta \pi$: Brecha de inflación (variación)
 γGAP : Output GAP o desempleo cíclico
 $\delta \Delta \text{GAP}$: Output GAP o desempleo cíclico (variación)

Regla de Mc Callum

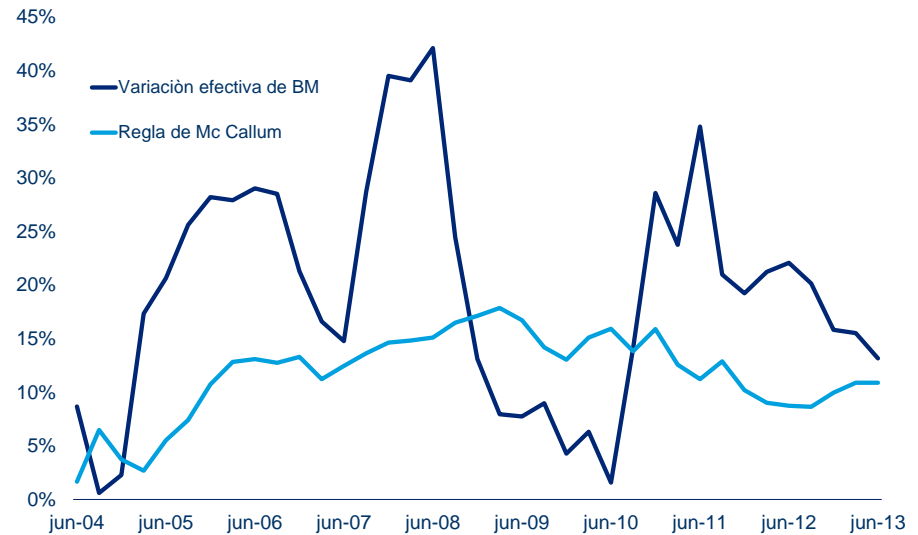
$$i = \Delta \ln \text{BM} + \lambda (\text{Crecimiento Potencial} - \Delta \ln \text{BM})$$

$\Delta \ln \text{BM}$: Δ Demanda de Dinero 1/
 $\lambda (\text{Crecimiento Potencial} - \Delta \ln \text{BM})$: Crecimiento Potencial (4%)

Tasa de política monetaria y Regla de Taylor



Expansión efectiva de la base monetaria y Regla de McCallum



Mucho hemos debatido sobre la eficacia de la TPM como instrumento pero el problema no estuvo en el instrumento sino en el uso del instrumento. La política monetaria temió de forma sistemática por la apreciación de la moneda.

El carácter expansivo de la política monetaria permitió mantener por mucho tiempo una moneda depreciada frente al real... hasta 2012.

Tipo de Cambio Real bilateral con Brasil

Indice promedio 1976-2007= 100



Contenido

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR a través de la política monetaria-cambiaria?
¿Cuán restrictivo es el trade-off entre tipo de cambio e inflación?

1. ¿Cuán relevantes son los posibles instrumentos de la política monetaria?
¿Agregados o Tasas de Interés?

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR influyendo sobre sus fundamentos?

1. ¿Cuál es el espacio de acción de la política económica hoy y cuáles deberían ser sus objetivos de mediano plazo?

La capacidad de la política económica de influir en el tipo de cambio real de forma más o menos sostenida es muy limitada.

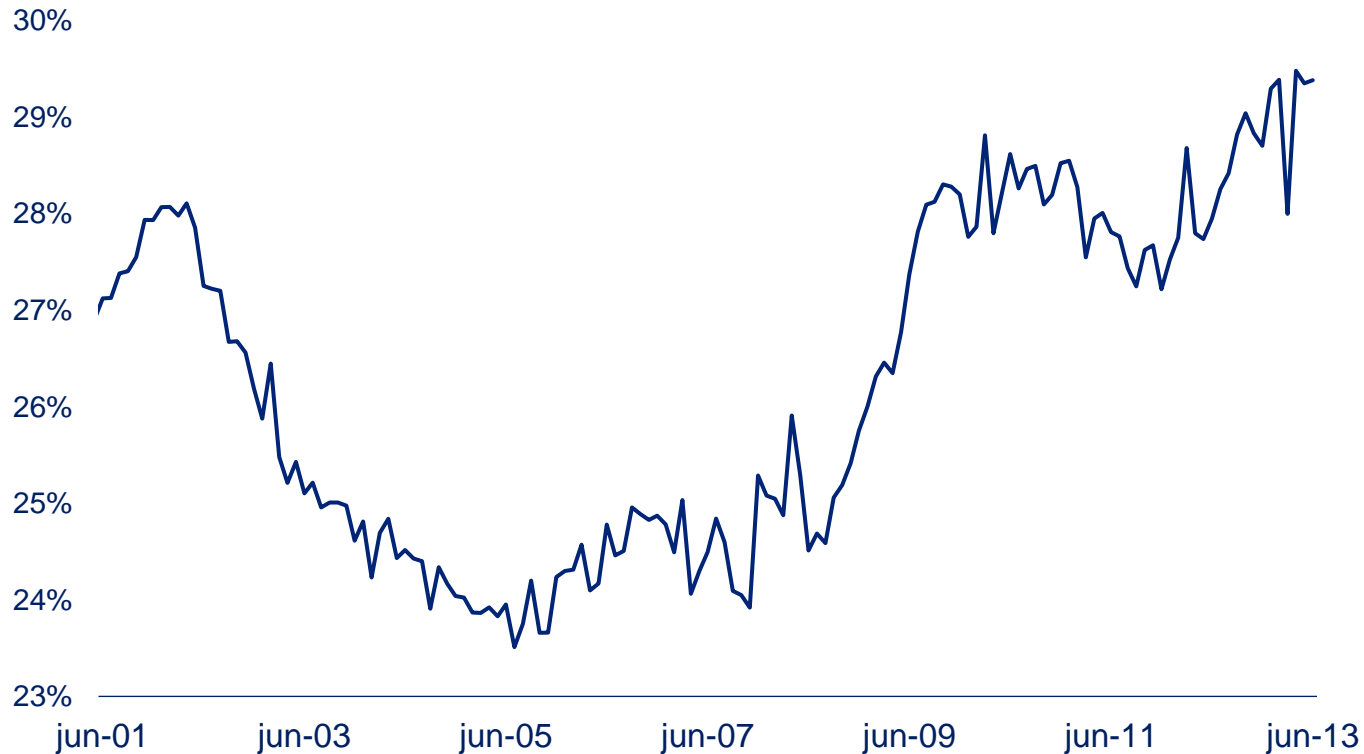
- El tipo de cambio real **NO es un instrumento** de política económica porque **NO es una variable de control**.
- A **largo plazo**, hay relaciones de Paridad de Poder de Compra (TCR bilateral con EEUU y TCR bilateral con Brasil).
- A **mediano plazo**, las oscilaciones del TCR suelen estar razonablemente explicadas por fluctuaciones de sus «fundamentos»:
 - Productividad Relativa Sector Transable / No Transable
 - Productividad Relativa Sector Transable Doméstico / Sector Transable Externo
 - Absorción doméstica / PIB
 - **Gasto público / PIB**
 - Términos de intercambio
 - Tasas de interés internacionales / Tasas domésticas
- **La política fiscal probablemente tiene cierto grado de influencia en el TCR**: la expansión del gasto público probablemente conduce a una apreciación de la moneda (sesgo hacia consumo de no transables).

La existencia de relaciones de paridad de poder de compra en el largo plazo están muy bien documentadas para el caso uruguayo. También hay modelizaciones basadas en fundamentos (pero hace falta más investigación).

La política fiscal marcó una fuerte expansión del gasto público que probablemente acentuó las presiones de apreciación cambiaria.

Gasto primario del SPNF

Años móviles, en % del PIB



Es necesario establecer algún marco institucional que aliente un sesgo contracíclico de la política fiscal. De todos modos, es difícil sostener que la política fiscal debe estar supeditada a un objetivo de influencia sobre el TCR vía fundamentos.

Contenido

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR a través de la política monetaria-cambiaria?
¿Cuán restrictivo es el trade-off entre tipo de cambio e inflación?

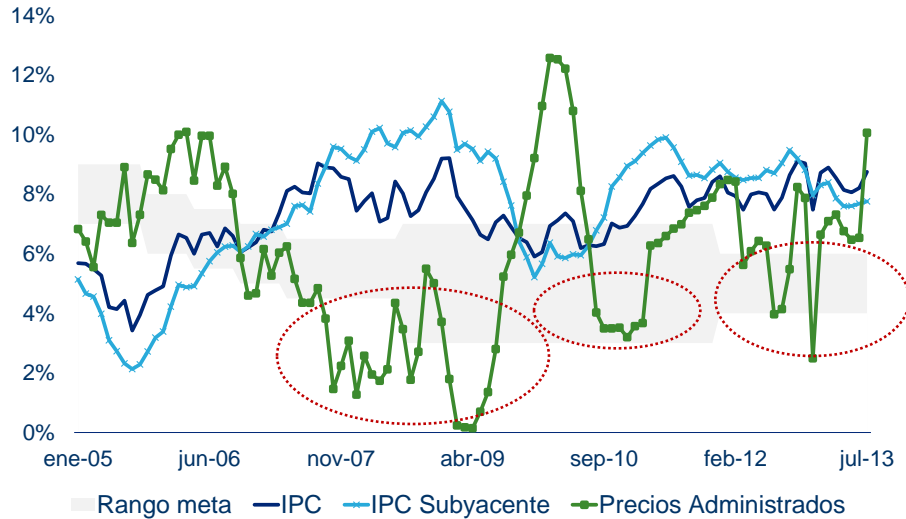
1. ¿Cuán relevantes son los posibles instrumentos de la política monetaria?
¿Agregados o Tasas de Interés?

1. ¿Se puede actuar sobre el TCR influyendo sobre sus fundamentos?

1. ¿Cuál es el espacio de acción de la política económica hoy y cuáles deberían ser sus objetivos de mediano plazo?

La política monetaria expansiva llevó a un incumplimiento sistemático de la meta inflacionaria y a un rezago de los precios administrados.

Inflación anual



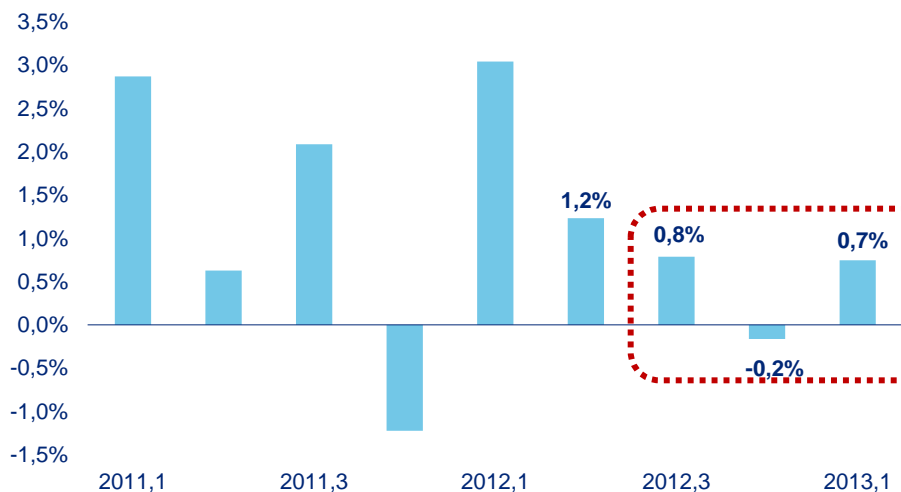
Índice de precios administrados en términos reales

Índice base ene 2005 = 100

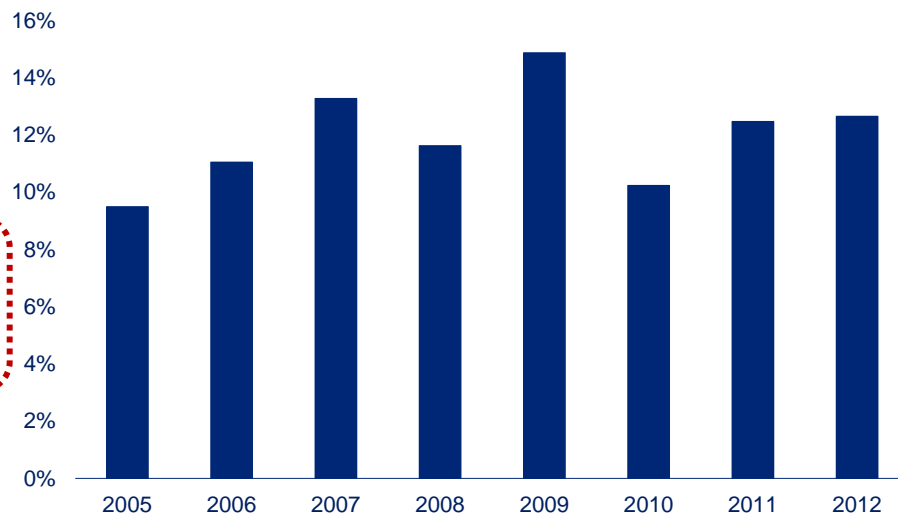


La economía está creciendo a un ritmo lento. Sin embargo, la inflación no ha cedido significativamente. ¿Por qué? Por **rigideces nominales**.

PIB sin electricidad, gas y agua
Crecimiento trimestral desestacionalizado



Índice Medio de Salarios
Variación promedio anual



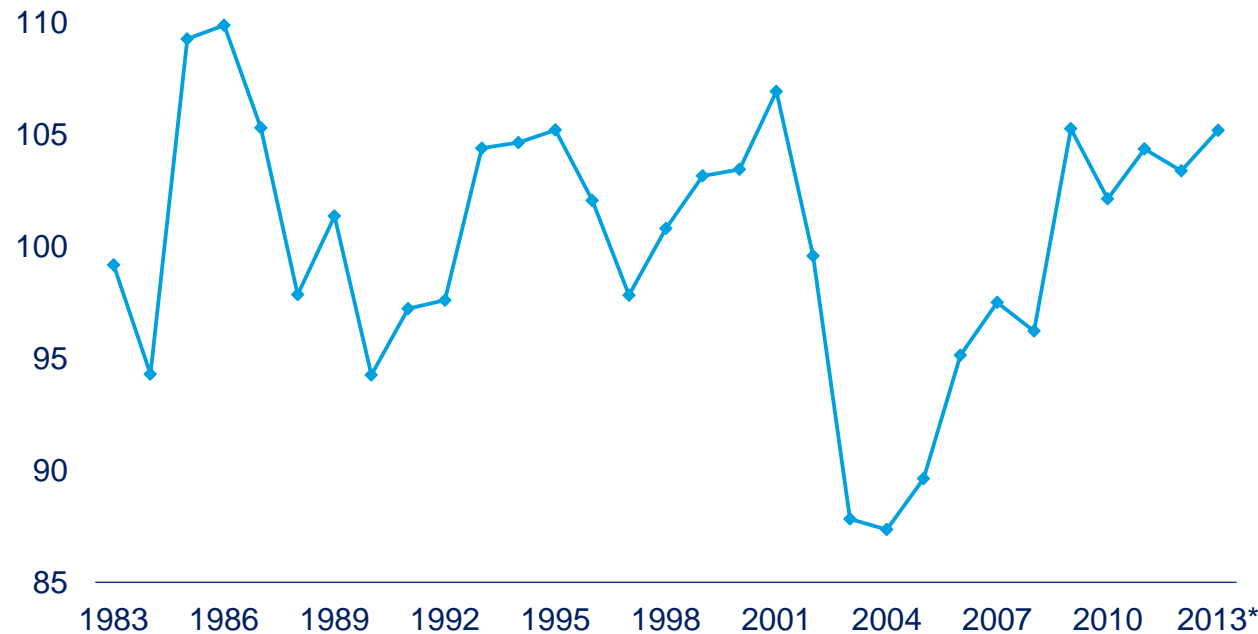
Los ajustes de salarios están anclados en expectativas de inflación elevadas.

A su vez, los salarios reales están subiendo más que la productividad.

Ratio Masa Salarial / PIB

Índice 1983-2011 = 100

115

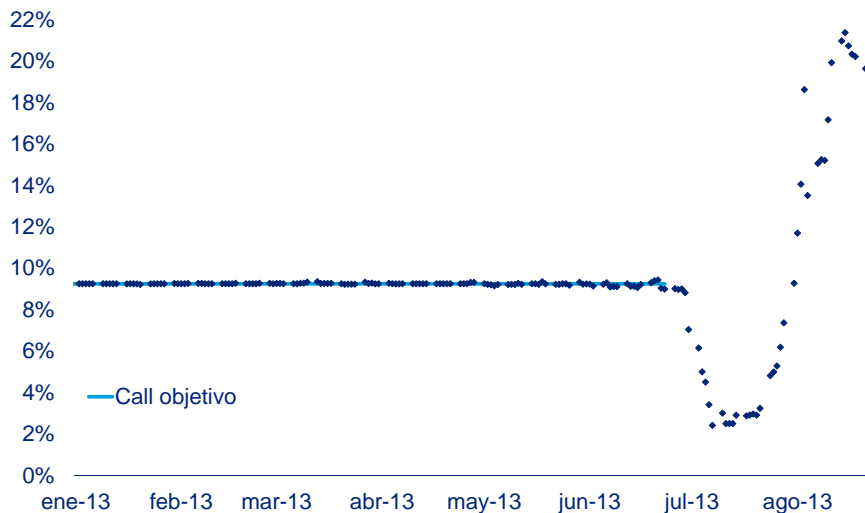


En mercados competitivos con retornos constantes a escala, la participación de la masa salarial es constante a largo plazo.

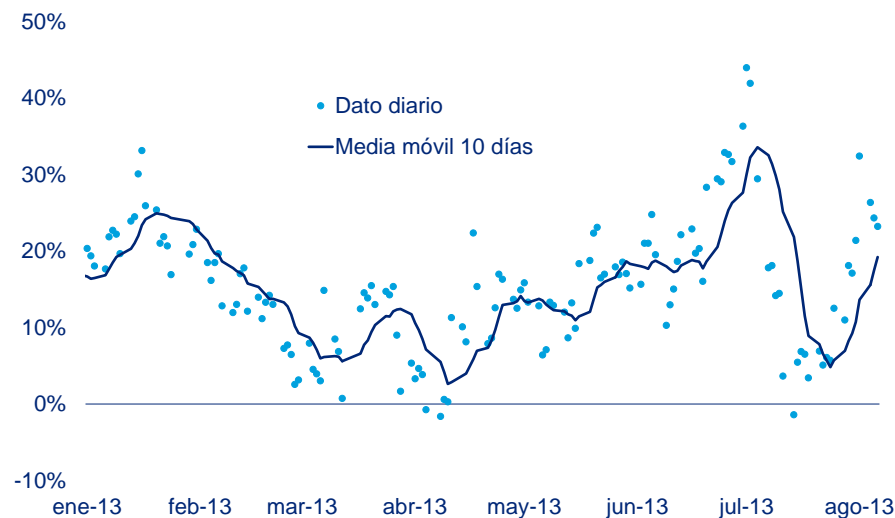
La participación de la masa salarial en el PIB se encuentra en niveles relativamente altos en términos históricos. ¿Los Consejos de Salarios pueden generar un incremento de esa participación sostenible a largo plazo?

El pasaje a agregados con la consiguiente caída de la tasa interbancaria en julio y la suba del dólar logró su objetivo de corto plazo.

Tasa call interbancaria
Promedio diario



Base Monetaria
Variación interanual

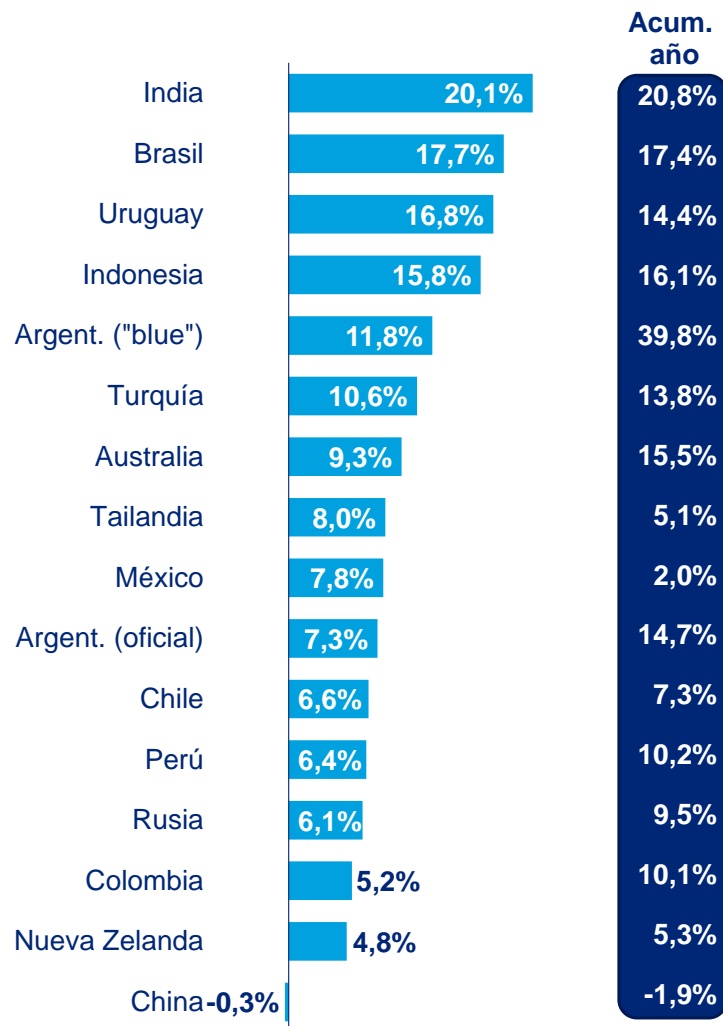


Pero el esquema actual deja al BCU sin el canal de expectativas para su política monetaria y conspira contra el desarrollo del mercado en pesos. Por lo tanto, afecta la efectividad de los instrumentos de la política monetaria a largo plazo.

De todos modos, las medidas que adoptó el BCU fueron coincidentes con un cambio muy relevante en el marco internacional (1).

Evolución del dólar: 27/08 vs. 22/05

Rendimiento de las Notas del Tesoro Norteamericano a 10 años



De todos modos, las medidas que adoptó el BCU fueron coincidentes con un cambio muy relevante en el marco internacional (2).

Índices bursátiles

Variación 27/08/2013 vs. 22/05/2013



Riesgo país economías emergentes (EMBI+)

Puntos básicos



Se debe reconocer, sin embargo, que hasta los anuncios del BCU (22 de mayo), los fondos del exterior apostaban a una apreciación de la moneda, alentando ingresos de capitales especulativos que «aplaudían» la persistencia de la inflación en Uruguay.

Reflexiones finales

- **La apreciación de la moneda nacional hasta 2011 estaba explicada razonablemente por fundamentos.**
- **Las políticas monetaria y fiscal se apoyaron en diagnósticos inconsistentes entre sí.**
 - ➔ La política monetaria «temió a la flotación», con una visión «pesimista» sobre los impactos de la apreciación cambiaria en la actividad económica. Toleró una inflación sistemáticamente mayor a la meta.
 - ➔ En cambio, la política fiscal fue expansiva, con una visión «optimista» sobre el crecimiento de largo plazo de la economía uruguaya (y de la recaudación tributaria) y contribuyó a la apreciación de la moneda.
- **El cambio a agregados deja al Banco Central sin una herramienta eficaz de comunicación de su instancia monetaria. El anuncio de una meta a 3 meses es muy poco relevante para la dinámica inflacionaria y se vuelve más irrelevante si el promedio trimestral se cumple con fuertes oscilaciones durante el trimestre. Se deteriora por lo tanto el canal de expectativas de la política monetaria.**
- **La elección del instrumento de política monetaria debería depender de consideraciones de largo plazo. A nuestro juicio, el manejo de la tasa de interés parece más adecuado (y su uso es generalizado en el mundo).**
- **Cualquiera sea el instrumento (tasas o agregados), es necesario construir mayores acuerdos en la profesión acerca de cómo evaluar el signo de la política monetaria.**

Reflexiones finales (cont.)

- Uruguay debe apuntar a una inflación sustancialmente más baja (3%-4% anual).
- Si aceptamos niveles de inflación de 5%-8% anual, las tasas de interés en moneda nacional serán siempre sensiblemente más altas que las tasas internacionales y deberemos convivir con frecuentes episodios de «carry trade».
- El próximo gobierno debería apuntar a una reducción sustancial de la inflación pero eso no será posible en un contexto de suba del dólar (como probablemente veremos) y de ajustes salariales de 10% anual.
 - ¿Con un enfoque monetario «ortodoxo», aceptando costos relevantes en materia de empleo?
 - ¿Apelando a una desindexación coordinada de los salarios, que minimice los efectos adversos en el mercado de trabajo?
- Será necesario fortalecer la credibilidad del Banco Central en relación al cumplimiento de sus metas de inflación.
- Asimismo, parece imprescindible establecer algún marco institucional que aliente un sesgo contracíclico de la política fiscal. Eso es un factor clave para evitar apreciaciones desmedidas de la moneda nacional.
- En condiciones excepcionales, puede pensarse en el uso de controles transitorios a los ingresos de capitales. Pero esos controles no son sustitutos de una política fiscal contracíclica.



Sobre **Deloitte**

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web www.deloitte.com/about.

Deloitte presta servicios de auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de firmas miembros en más de 150 países, Deloitte brinda sus capacidades de clase mundial y su profunda experiencia local para ayudar a sus clientes a tener éxito donde sea que operen. Aproximadamente 195.000 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.