

# **POLÍTICA CAMBIARIA Y OBJETIVOS DE INFLACIÓN EN URUGUAY**

**FERNANDO BARRÁN\***

---

\* Jefe del Departamento de Análisis Monetario del Banco Central de Uruguay. El presente texto es un resumen de su intervención en el Seminario organizado por el Banco Central de Bolivia.

## **I. CARACTERIZACIÓN DE LA ECONOMÍA URUGUAYA**

### **a) Economía Pequeña y Abierta**

La economía Uruguay, al igual que otras economías de la región, se caracteriza por ser una economía pequeña y abierta, que comparte fronteras con Argentina y Brasil.

Uno de los elementos que caracteriza a la economía uruguaya es la importancia relativa de los bienes transables en el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Básicamente, dentro de la canasta de bienes de consumo, más del 50% de los bienes son transables.

Por otro lado, existe libre movilidad de capitales. Su economía está muy dolarizada. Tiene una banca muy particular: la banca local tiene poco peso pero existe una gran participación de la banca internacional. Uno de los requisitos que exige el Banco Central a los bancos que operan en Uruguay es que tengan, dentro de los socios, a bancos internacionales con capacidad de traer recursos del exterior en caso de que sea necesario.

Los bancos mantienen un porcentaje muy grande (60%) de los depósitos en moneda extranjera como activos líquidos, lo que proporciona liquidez en moneda extranjera al sistema bancario y afecta la tasa de interés interbancaria. Esta última tiene un comportamiento similar a la tasa de los Fondos Federales y, muchas veces, resulta en niveles más bajos que aquella.

### **b) Economía Altamente Dolarizada**

Como en Bolivia y Perú, en Uruguay la dolarización se genera por el lado de la demanda. En la economía uruguaya se presentan los fenómenos de sustitución de moneda, sustitución de activos y dolarización del crédito. Para ilustrar el primer caso, la co-circulación de moneda extranjera como medio de pago, se encuentra en el rango de 40% – 55%. Para este cálculo se supone que el circulante en dólares en poder del público es cero, lo cual no es cierto, ya que se utilizan dólares no sólo para las

transacciones con bienes durables, sino que, inclusive, uno puede pagar en dólares en el supermercado.

Para el caso de sustitución de activos, se estima que los depósitos en moneda extranjera representan algo más de 75% del total. Este indicador toma los depósitos en moneda extranjera como porcentaje de M3 sólo considerando los depósitos de residentes. Si se toman en cuenta los depósitos de no residentes, el grado de dolarización se incrementa a niveles cercanos al 80%.

Finalmente, la proporción de los créditos en moneda extranjera como porcentaje del crédito total alcanza alrededor de 80%. Destaca el hecho que 60% de estos créditos fueron otorgados a agentes cuyos ingresos no son captados en moneda extranjera. El resto del financiamiento en dólares va a empresas exportadoras que generan ingresos en divisas, las cuales, desde el punto de vista de la estabilidad del sistema financiero, no están afectadas por la volatilidad en el tipo de cambio. En efecto, si estas empresas tienen costos en moneda nacional, un incremento del tipo de cambio reduce sus costos y las hace más competitivas sin afectar al sistema financiero.

### **c) Importancia del Sector Público**

Respecto a la política monetaria y cambiaria del Banco Central, debe considerarse que el sector público uruguayo es muy importante en la fijación de precios. Casi 10% de los bienes que forman parte de la canasta de consumo, para fines de cálculo del IPC, es determinado por el gobierno central, a base de tarifas o precios administrados. Esto significa que el Banco Central, al momento de determinar metas de inflación, debe hacerlo en coordinación con el sector público.

Por la situación fronteriza del Uruguay, Argentina y Brasil tienen importantes efectos en el IPC uruguayo. Los distintos elementos del índice de precios pueden agruparse en tres componentes: i) los bienes transables; ii) los transables regionales (que básicamente son transables sólo en la región porque están asociados a servicios como el turismo); y

iii) productos que sólo se transan en las fronteras, básicamente a distancias más o menos razonables, y que pasan a ser no transables.

En el agregado, el sector público uruguayo es deficitario. Por monedas es superavitario en moneda nacional y deficitario en moneda extranjera. El superávit en moneda nacional es equivalente a la base monetaria, aproximadamente 3.8% del PIB. Este hecho genera problemas en el mercado cambiario, pues el sector público genera un exceso de demanda por dólares, lo que implica necesariamente que el resto de los agentes tiene que vender una cantidad significativa de los mismos.

#### **d) Mercado Cambiario**

El hecho que el sector público sea el principal demandante de dólares, le da características inusuales al mercado cambiario. En primer lugar, este mercado es bastante pequeño (el promedio transado diariamente alcanza apenas a \$us3 millones). Esto quiere decir que es fácil de manipular. Por ejemplo, si existe el compromiso de comprar dólares a un exportador al tipo de cambio del cierre interbancario menos dos milésimos, un mercado pequeño y poco líquido da lugar a que un sólo agente pueda realizar operaciones importantes en un solo día para apreciar el tipo de cambio.

Una razón para que el mercado cambiario sea tan poco líquido es que se trata de un mercado incompleto, ya que el sector público no interviene en el mismo. Las características del mercado de divisas dejan poco campo de acción a la política cambiaria.

## **II. OPCIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA**

### **a) Marco Institucional**

La Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay (BCU) establece que una de las finalidades de la autoridad monetaria es velar por la estabilidad de la moneda nacional. Asimismo, la Carta Orgánica introduce un elemento importante para que no se acuda al BCU como fuente de financiamiento del gobierno. Se trata de una restricción que permite al

Banco Central comprar y vender, por cuenta propia, valores de emisión pública. La tenencia de dichos valores por el Banco no debe superar el equivalente al 10% de los egresos del presupuesto nacional, efectivamente realizados en el ejercicio anual anterior. Esta norma pone un tope en términos de *stock* a la asistencia financiera que el BCU le puede dar al Gobierno.

#### **b) Opciones de Política Monetaria y Cambiaria**

Teniendo en cuenta las características de la economía uruguaya, es difícil plantear las opciones de política monetaria y cambiaria que puedan adoptarse. En primer lugar, debe tomarse en cuenta que “los vecinos no siempre se eligen”. En este caso en específico, se podría optar por abrir la economía al resto del mundo y restar peso a Brasil y Argentina. Pero existen ventajas con esos vecinos que deben considerarse. Por ejemplo, se tiene facilidad de acceso a mercados importantes, existen ventajas culturales y otras que se derivan de su situación geográfica como los bajos costos de transporte, etc.

A esto se suma el hecho de que Argentina y Brasil, por su tamaño, tienen el potencial de generar *shocks* externos, positivos y negativos, que impactan de gran manera a las economías de sus socios comerciales. Si bien los planes de estabilización elaborados por esos dos países fueron buenos, los resultados de los mismos no lo fueron tanto. En este sentido, la primera opción alternativa de política para el Uruguay podría ser la adopción de un sistema de “*hard peg*” (*caja de conversión o dolarización*). Empero, este esquema no funcionaría, ya que, suponiendo que se fija el tipo de cambio con respecto al dólar, el problema es que no sólo se negocia con Estados Unidos. En este caso, la devaluación reflejaría la volatilidad de la inflación. Si la preocupación es la evolución del nivel de precios, el sistema antes mencionado crearía una elevada volatilidad de este nivel.

La segunda opción podría ser *controlar los agregados monetarios*. En este sentido, se debe considerar que la base monetaria no es significativa en Uruguay (menos del 5% del PIB). Esto es bueno en el caso de un ataque especulativo, ya que las reservas del Banco Central son cuatro veces la

base monetaria. En este caso a nadie se le ocurriría hacer un ataque especulativo, ya que el BCU tiene la capacidad de defender la moneda.

Una característica del caso uruguayo es que los bancos internacionales, a veces, generan volatilidad en el tipo de cambio. Esto se debe a instrucciones de sus casas matrices para cerrar determinada posición. Si bien el costo de cerrar posición y cambiarse a dólares es muy alto, a los bancos no les queda más que acatar las instrucciones que vienen del exterior.

Asimismo, la co-circulación de moneda extranjera es superior al 50%, lo cual implica que la demanda de dinero no es estable. Por ello, no tiene sentido, en el caso de Uruguay, tratar de controlar los agregados monetarios. En efecto, un estudio muestra que si se toma M1 y M2, y se aplica una política de contracción para reducir la inflación, se necesitaría reducir la tasa de crecimiento de estos agregados en 30%, para lograr una reducción de la inflación de 25%, lo cual llevaría treinta trimestres (8 años). Una política de este tipo sería poco creíble. Nadie confiará en una medida que se toma hoy para afectar a la inflación dentro de 8 años.

La tercera opción es controlar la demanda agregada vía tasa de interés. Sin embargo, esta medida no funciona ya que la tasa de interés en moneda nacional no afecta al mercado de crédito, primero porque no existe un canal de crédito significativo en moneda doméstica y, segundo, por la dolarización. Más del 80% de los activos y pasivos bancarios están en moneda extranjera. Más de 90% de la deuda pública está en dólares. Lo que queda es tratar de afectar la tasa de interés real, pero ya que todo esta dolarizado es más difícil. Si el *pass-through* fuera relativamente bajo, la depreciación del tipo de cambio generaría una deflación en dólares lo que elevaría la tasa de interés real, o viceversa. El problema es que si se aprecia la moneda se reduce la competitividad, se hace más difícil conseguir financiamiento externo, lo cual limita las posibilidades de aplicar este tipo de medida.

### III. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN URUGUAY

Ante las limitaciones que enfrenta la política monetaria en una economía altamente dolarizada, y considerando la influencia de los países vecinos sobre la economía uruguaya, se adoptó, como la opción más viable, el manejo del tipo de cambio como instrumento de política. En la dolarizada economía uruguaya, el tipo de cambio tiene una estrecha relación con los precios. Además, existen importantes ventajas que se derivan de la política cambiaria para enfrentar *shocks* externos adversos.

Uno de los motivos para la adopción de este mecanismo fue porque tiene efectos más directos y estables en la inflación, dado que los bienes transables tienen gran importancia en el IPC (más del 50%). Además, se conoce la estructura y nivel de *pass-through*, el cual históricamente ha sido superior al 80% en un año, aunque ha venido reduciéndose en los dos últimos años debido a la recesión. Además, el tipo de cambio tiene una estructura de rezago parsimoniosa e identificable y permite tener mayor flexibilidad frente a *shocks* reales, aspecto muy importante considerando que Uruguay tiene como vecinos a Argentina y Brasil.

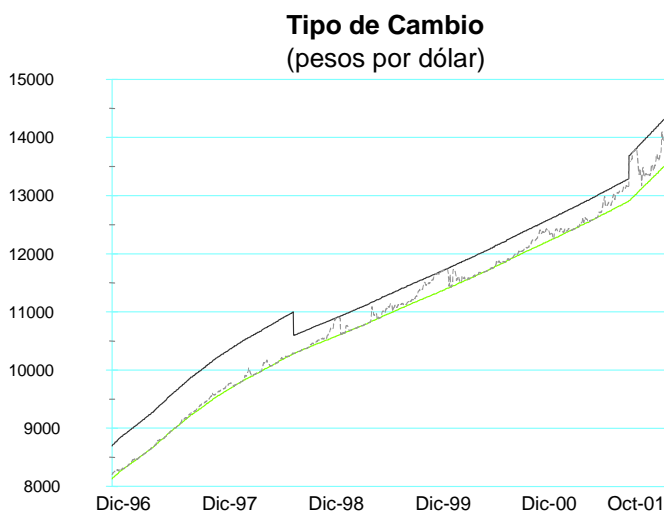
Por otro lado, la economía uruguaya cumple con las condiciones deseables para utilizar el tipo de cambio como instrumento de política. Existe consistencia fiscal, ya que se ha limitado la posibilidad de financiamiento del BCU al gobierno. También se cuenta con suficiente cobertura de reservas internacionales, lo cual permite respetar el compromiso cambiario, da credibilidad y es una regla clara y pública para el manejo del tipo de cambio. En este marco, se ha establecido una banda dentro de la cual puede fluctuar el tipo de cambio. El objetivo final es controlar la inflación limitando el rango de variación del instrumento con una banda de flotación móvil.

Con este mecanismo, Uruguay logró reducir paulatinamente los niveles de inflación desde 1992 hasta 2001. Eso es beneficioso en una economía en la que existe un elevado nivel de indexación del gasto público al índice medio de los salarios. Los salarios están indexados a la inflación y una

caída muy abrupta del índice generaría un aumento muy grande en el déficit, lo cual requeriría un ajuste fiscal muy fuerte.

Además, las características de la economía uruguaya hacen que el lugar natural del tipo de cambio sea el piso de la banda de flotación. Esto se debe principalmente a que el Gobierno está comprando pesos constantemente, lo que hace que se de una caída paulatina de la pauta de devaluación. El hecho de tener la pauta, hace que los agentes sigan usando dólares como medio de pago, porque tienen la certeza del rendimiento del dólar con relación a los pesos. Mientras exista un diferencial de rendimiento siguen existiendo incentivos para mantener dólares.

El siguiente gráfico trata de ilustrar las razones por las cuales el tipo de cambio se sitúa en el piso de la banda. Sólo se incrementa cuando surgen problemas de expectativas, como ocurrió en la crisis de Brasil de 1998, la crisis de la deuda rusa en 1999, o como cuando por las elecciones uruguayas de 1999, se pensó que se iba a modificar el régimen cambiario y se generó nerviosismo en los agentes. El salto del 2001 básicamente se debe a la crisis Argentina.





#### IV. CONCLUSIÓN

El plan de estabilización empezó en 1990 con una tasa de inflación superior a 120%, la cual a septiembre del 2001 se redujo a niveles de 3,9% anual. El éxito del programa residió de manera importante en la adopción de un ancla nominal.

Si bien en el año 2001 aumentó la pauta de devaluación, se mantuvo el objetivo de inflación. Es decir, el tipo de cambio se usó no tanto como ancla nominal sino como objetivo de inflación. El instrumento cambiario se usó de forma distinta, compatible con el objetivo de inflación, pero sin revelar necesariamente que era el ancla nominal del sistema, lo cual es un cambio muy importante en los esquemas de "*inflation targeting*".

El objetivo de inflación conformado por una banda, se ha cumplido en los últimos cuatro años. Hoy en día, la modificación del instrumento cambiario permite alcanzar los niveles de inflación deseados.