

Repercusiones de la política monetaria local e internacional sobre el mercado de dinero Uruguayo. ¿Objetivo tipo de cambio o inflación?

Desde hace varios años, como consecuencia de la debacle financiera que en el 2008 se desencadenó en EE.UU, la Reserva Federal americana y los Bancos Centrales de los países desarrollados han venido aplicando políticas monetarias fuertemente expansivas.

Consecuencia de ello ha sido la constante apreciación de las monedas de los llamados países emergentes, dentro de los que se encuentra Uruguay, así como de los commodities, en especial los agrícolas.

En el caso uruguayo la apreciación del peso frente al dólar se vio acompañado por un aumento sostenido de los precios en moneda local. Este doble efecto de apreciación del tipo de cambio e inflación ha ido generando un creciente problema de competitividad para la producción local, situación que se ha visto agravada en los últimos meses por la apreciación del dólar en Brasil y Argentina.

En esta coyuntura, con el objetivo de mejorar la relación de precios con nuestras contrapartes comerciales, el BCU se ha visto en la necesidad de optar por un criterio de mal menor: ¿Controlar el tipo de cambio o controlar la inflación?

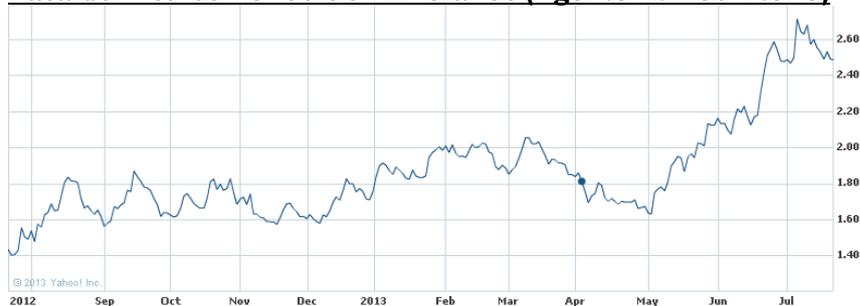
A esta situación se han adicionado recientemente expectativas de cambio de la política monetaria implementada por la reserva Federal de EEUU ("Fed").

Los indicadores generales de la economía americana, en especial las cifras de empleo han tenido cierta recuperación en los últimos tiempos, lo que ha alentado crecientes temores de los operadores financieros respecto del fin de la política expansiva.

Declaraciones de los miembros de la Fed han reforzado estas expectativas de un fin de la política expansiva.

Como resultado de ello hemos visto un aumento de la tasa de interés americana y el dólar se ha apreciado en relación a las monedas de los países emergentes.

Tasa de interés Bonos USA - 10 años (Ago 2012 - Jul 2013)



Fuente; Yahoo Finance

Indice de cotización del Real y el Dólar Australiano en términos del dólar americano (Ago 2012 - Jul 2013)



Fuente; Yahoo Finance

Cuáles han sido las medidas de política monetaria a nivel local:

- Agosto 2012 y Junio 2013: Limitación a no residentes a comprar instrumentos denominados en pesos o UIs emitidos por el BCU (Objetivo de la medida: Evitar que instituciones del exterior demanden títulos locales de corto plazo en pesos o UIs vendiendo sus dólares, generando presión a la baja sobre el tipo de cambio nominal).
- Fines de Junio 2013- Modificación de la política monetaria aplicada por BCU. En lugar de fijar la tasa de interés de referencia el BCU comienza a comunicar el crecimiento de los agregados monetarios (cantidad de dinero en la economía), sobre los cuales irá fijando porcentajes de crecimiento cada vez a menores. Es decir, deja de controlar precio y pasa a controlar cantidad. Desde el gobierno se comentó que estas medidas serían de carácter contractivo dado que la tasa a la cual crecerá la cantidad de dinero en la economía irá bajando. Pero por otro, en la práctica, notamos que esto no es claro ya que se está emitiendo menos cantidad que semanas anteriores al cambio de régimen, lo que tendría un efecto expansivo... Veremos cómo evoluciona esto en los próximos meses para tener más claro este punto.

El cambio de política ha generado menor transparencia, mayor incertidumbre y volatilidad en el mercado de dinero lo cual no es bueno para la economía.

Efectos sobre el Mercado de dinero local:

Tanto la situación internacional como las medidas tomadas por el BCU han tenido fuertes repercusiones en el mercado local.

Por un lado el peso uruguayo se ha depreciado frente al dólar, por otro la tasa de interés a corto plazo en pesos ha caído violentamente.

Al dejar el BCU de tomar depósitos a la tasa de referencia (última tasa fijada fue de 9,25% anual) pasando a aceptar depósitos a la tasa mínima la cual es de un 2,00% anual, fueron instantáneamente los bancos quienes comenzaron a determinar la tasa Call; es decir la tasa a la cual se prestan fondos en pesos los bancos entre sí por muy corto plazo.

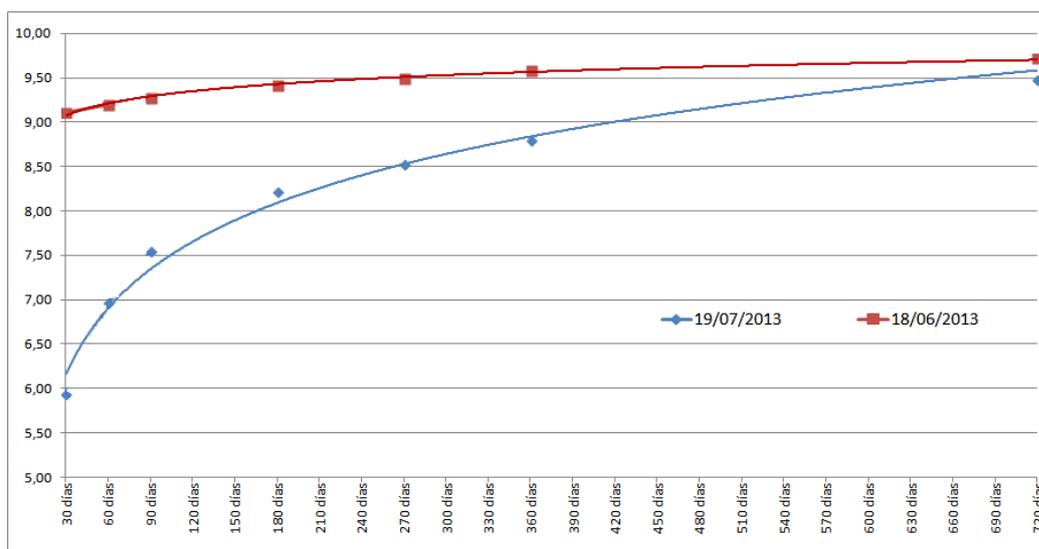
Anteriormente, los bancos depositaban en el BCU todo excedente a la tasa Call. Ahora, se terminaron los almuerzos gratis! La Call ha bajado desde niveles del 9,25% anual previo a la implementación de la nueva política hasta niveles de 2,5% anual a la fecha. Esta tasa de cortísimo plazo, la cual hace de referencia o ancla para el resto de la curva, ha empujado todos los rendimientos hacia abajo.

El BCU ha comenzado el nuevo cambio de régimen emitiendo menor cantidad de letras e incluso ha dejado desiertas algunas licitaciones, lo cual sumado a la enorme liquidez que hay en plaza, ha contribuido en la importante baja de las tasas de las letras en pesos.

Parecería ser que el gobierno está, en el muy corto plazo, más interesado en lograr una depreciación del peso uruguayo que en mantener la estabilidad de los precios, aprovechando que la presión inflacionaria ha disminuido levemente en los últimos meses y que el entorno internacional favorece a la apreciación del dólar.

Como se aprecia en el siguiente gráfico, las tasas de las letras en pesos han bajado significativamente, en especial para los plazos más cortos mostrando cierto empinamiento de la curva de rendimientos.

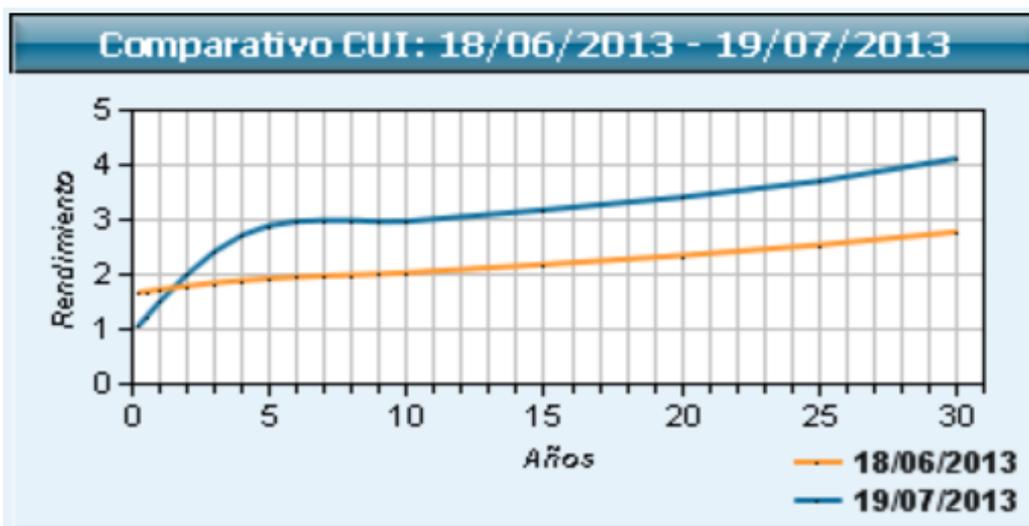
Curva rendimiento Letras pesos – variación en el último mes:



Dada la fuerte caída en las letras de muy corto plazo y la relativa estabilidad en los rendimientos de los plazos mayores (2 años), hoy en día, para los agentes que colocan pesos a tasas muy cortas, parecería ser una mejor estrategia la de colocar a un plazo mayor al deseado pensando en vender la letra una vez transcurrido el tiempo coincidente con su horizonte de inversión original. Es decir, si compro hoy una letra en pesos a plazo de un año y me quedo la misma en posición por un mes, a no ser que, dentro de un mes, las letras a plazo de once meses aumenten más de 40 puntos básicos, obtendríamos un mejor retorno con esta estrategia.

Los cambios en el mercado internacional y las medidas del BCU también han afectado los rendimientos en Unidades Indexadas.

Curva rendimiento Instrumentos en Unidades Indexadas – variación en el último mes:



Si analizamos la curva de UIs, nos encontramos con que la parte corta de la misma se compone de títulos locales tales como Letras y Notas, cuyos precios son principalmente determinados por las Afaps y Bancos locales, mientras que la parte larga se compone principalmente de títulos emitidos en el exterior (Bonos Globales) cuyos precios se determinan principalmente por Afaps y grandes instituciones del exterior (fondos de inversión, fondos de pensión, bancos, compañías de seguro, etc.).

La demanda de estos títulos es especialmente sensible a las turbulencias del mercado internacional.

Como se aprecia en el gráfico anterior, sobre la parte más corta de la curva UI (tramo de 0 a 1 año) notamos que los rendimientos en UIs han bajado entre 20 y 80 puntos básicos ("pbs") en el último mes. Si uno lo compara con como se ha comportado la curva en pesos en igual tramo de la misma, podremos apreciar que los rendimientos en pesos han caído estrepitosamente más que los rendimientos en UIs (para plazos de un mes por ejemplo, 300 pbs vs 85 pbs) sin fundamento alguno, por lo cual nos hace pensar que este movimiento debiera corregirse. ¿Por qué? Porque hoy los inversores, sobre todo para un plazo menor o igual a 6 meses, están demandando letras en pesos a tasas de interés real esperada negativa, es decir, tasas menores a la inflación esperada (la cual hoy se ubica en aproximadamente 7,5% - 8,0% anual para el próximo año corrido); mientras que las tasas de interés reales que están pagando los títulos en UIs muestran rendimientos reales positivos del orden del 1% anual - 2% anual para plazos cortos, lo cual no tiene sentido alguno.

Para concluir, podemos decir que a la luz de los recientes cambios en la política monetaria tanto de Uruguay como de EEUU se ha generado volatilidad en el mercado de dinero Uruguayo produciendo algunos desajustes entre las tasas de interés en pesos y UIs. Pensamos que en este momento es más tentador invertir en letras en UI que en letras en pesos ya que el diferencial de tasas refleja una inflación implícita esperada de entre 5% y 7,5% anual para plazos de entre uno y doce meses, lo cual es muy inferior a la expectativa de inflación que tiene el mercado la cual ronda el 8% anual. Esto debiera arbitrarse con el tiempo.

A su vez, debido a la reciente depreciación del peso uruguayo, es de esperar que la inflación aumente en mayor medida de la que surge del diferencial de tasas pesos vs UIs, lo que refuerza la convicción de que es mejor invertir en letras UI que en letras en pesos las cuales están arrojando tasas de interés real negativas.

Por otro lado, si Ben Bernanke, presidente de la Fed, "saca el pie del acelerador" de la política monetaria antes de fin de año, como ha amagado a hacer recientemente, esto probablemente redunde en un peso uruguayo más débil, mayor inflación y mayores tasas de interés en pesos.