



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 15. Modelo Gestión de Liquidez (Publicado en IPOM 2023.II)

Introducción

A partir de las decisiones tomadas por el Comité de Política Monetaria (COPOM) respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM), la implementación de la política monetaria se realiza a través de operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales, mediante la colocación de instrumentos de regulación monetaria a diferentes plazos, gestionan la liquidez del mercado de dinero de tal forma de generar condiciones consistentes con los anuncios del COPOM.

Un elemento fundamental para este proceso es el Modelo de Gestión de Liquidez (MGL)¹, marco analítico que permite proyectar la oferta de dinero primaria o Base Monetaria (BM) compatible con el objetivo de tasa de interés definido por el COPOM, basándose en identidades contables, relaciones comportamentales y proyecciones de corto plazo de variables mediante series de tiempo. El MGL respalda el escenario de corto plazo del que se obtiene la sugerencia de esterilización o inyección a través de la cual se busca asegurar que la BM efectiva se acerque a la BM proyectada, compensando los efectos no deseados de los factores autónomos de oferta e intentando mantener alineada la tasa a 1 día (T1D) efectiva del mercado de dinero con la TPM, mediante la mínima intervención posible por parte del BCU. Tomando como base de análisis esta sugerencia de colocación surge el calendario de colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) para las siguientes dos semanas, que se publica cada viernes en la página web del BCU.

Estos calendarios semanales son el resultado del análisis prospectivo del mercado de dinero utilizando la herramienta del MGL con datos diarios. A su vez, este análisis con datos de alta frecuencia para el muy corto plazo es compatible con un escenario a nivel mensual, que surge del escenario del trimestre en curso. Asimismo, este trimestre es el primer paso de los 8 trimestres que conforman el actual horizonte de política monetaria (HPM) de 2 años. De esta forma, el análisis de muy corto plazo a través del MGL es compatible con las proyecciones macroeconómicas para el HPM que determinan una senda para la inflación y sus expectativas, la TPM, el stock de LRM y en términos más generales la hoja de balance del BCU. En síntesis, la operativa diaria del mercado de dinero, que a nivel analítico se basa en el MGL, contribuye en el corto plazo a generar las condiciones para el accionar de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que lleven a que la inflación y sus expectativas se ubiquen dentro del rango meta en el HPM.

La BM proyectada es el resultado de la agregación de la evolución esperada de los “componentes de demanda”: circulante, encajes bancarios y reservas voluntarias de agentes bancarios y no bancarios (entre ellos, las AFAP). Por otra parte, existe una proyección pasiva de BM, signada por la evolución de la BM que resulta de considerar los “factores de oferta”, entre los que se encuentran el manejo de disponibilidades en pesos del Gobierno (resultado en moneda nacional, política de endeudamiento en moneda nacional, y política de compra-venta de divisas), el resultado en moneda nacional del BCU, los vencimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM) y la política de compra-venta de divisas del BCU.

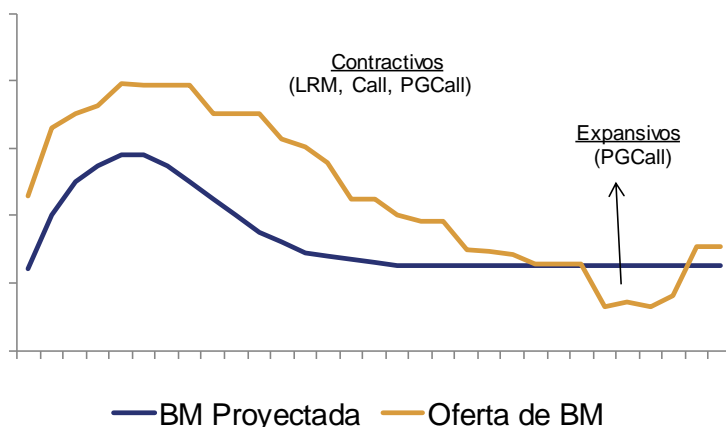
Por otra parte, el BCU cuenta con diversos instrumentos que le permiten regular la liquidez del mercado y, con ello, lograr el objetivo de TPM. El principal instrumento utilizado en la programación monetaria es la emisión de LRM, con las que se contrae la BM con su emisión al tiempo que los vencimientos expanden la misma, con lo que se intenta que la BM efectiva se acerque a la BM proyectada. Para el muy corto plazo (es decir, plazos menores a 30 días, primer nodo de la curva de rendimientos de LRM) se realizan operaciones de mercado abierto (OMA) con instrumentos de gestión de liquidez (“instrumentos de sintonía fina”), que actualmente son el Call y los Préstamos Garantizados Call. El primer instrumento se utiliza únicamente para

¹ Este modelo, utilizado habitualmente por los servicios del BCU, tiene su antecedente en el documento Borchardt, M., España, V., Ibarra, A., Induni, A., “[Gestión de la Liquidez en Uruguay: implementación y seguimiento operativo de la Política Monetaria](#)”, [Documento de Trabajo N° 2007.004](#), BCU, 2007.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

esterilizar, mientras que el segundo es utilizado tanto para esterilizar como para inyectar liquidez en función de la necesidad de los agentes del mercado de dinero.²



Componentes de la Base Monetaria Proyectada

El primer paso para determinar la BM proyectada es obtener estimaciones mensuales para los distintos componentes de la demanda por liquidez. Las proyecciones mensuales del circulante y de los encajes bancarios se obtienen a través de estimaciones de modelos ARIMA para el promedio mensual del circulante y de los depósitos, medidos ambos en términos reales. El promedio mensual de las reservas voluntarias de agentes bancarios y no bancarios se estima en función de la evolución histórica de ambas series y de la coyuntura mensual.

En el caso de los depósitos bancarios, son varias las series a proyectar, las cuales difieren según institución, plazos y monedas. Una vez obtenida la proyección para el promedio mensual, el Encaje Mínimo Obligatorio (EMO) se obtiene aplicando las alícuotas correspondientes a los distintos plazos y monedas, adicionando un ajuste por sobrecumplimiento³.

Una vez estimados los promedios mensuales para los distintos componentes de la BM, se elaboran las pautas diarias compatibles. La agregación de estos componentes refleja, por tanto, la pauta diaria de la demanda por liquidez en el mes en cuestión, cuya evolución se encuentra muy influida por el ciclo fiscal. Una buena estimación de la pauta intramensual de la demanda por liquidez es muy relevante para evitar que el diseño de política genere presiones innecesarias sobre los mercados de dinero. Por esta razón, las estimaciones se van ajustando en el transcurso del mes, a medida que la disponibilidad de datos permite detectar cambios en las pautas de comportamiento de las variables.

Las estimaciones intramensuales del circulante y de los encajes bancarios parten de la aplicación de coeficientes diarios estacionales sobre los promedios mensuales estimados. Estos coeficientes resultan de promediar los ratios entre el valor de la serie y el promedio mensual observados en el mismo día hábil de meses anteriores. Asimismo, a las trayectorias intramensuales obtenidas se le incorporan ajustes puntuales que consideran las características propias de cada serie y el comportamiento de la serie en meses previos.

La preferencia por circulante crece gradualmente entre el penúltimo día hábil del mes y los primeros días hábiles del mes siguiente, para luego comenzar a decrecer suavemente. El incremento a principios de mes se explica por el cobro de sueldos y pasividades, mientras que la caída posterior ocurre a medida en que se van sucediendo los distintos pagos que debe realizar el público. Sin embargo, hay ciertos periodos identificados donde esta pauta no se cumple: en los meses de junio y diciembre, asociados al pago de aguinaldos, y se

² La evolución diaria de los factores de variación de la base monetaria pueden seguirse en el [Informe Diario de Pasivos Monetarios y Activos de Reservas](#) publicado por el BCU.

³ Se distingue entre BROU, BHU y Banca Privada.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

observa una mayor demanda por motivo de las fiestas de fin de año y en los días previos a Semana de Turismo y Carnaval.

Los encajes bancarios también presentan una evolución decreciente al interior del mes, explicada en parte por el hecho de que la BM no incluye el encaje correspondiente al 100% de las cuentas del Gobierno Central y del Banco de Previsión Social (GC-BPS) en el BROU. Los encajes son más elevados a principios de mes, cuando el GC-BPS realiza pagos, ya que no se ven afectados por la reducción en las cuentas del GC-BPS, a la vez que aumentan los depósitos de familias y empresas. En contraposición, hacia fin de mes, cuando el GC-BPS recauda, el encaje acompaña la disminución que experimentan los depósitos de dichos agentes. Por su parte, la evolución intramensual de la demanda de los agentes no bancarios no sigue un patrón tan claro como las variables descritas anteriormente.

Proyección de la Oferta Monetaria

Dada la definición de BM considerada, la generación de la misma se produce como resultado de operaciones propias del BCU, así como de las realizadas por el GC-BPS en el manejo de sus disponibilidades. Estos factores no se vinculan a los objetivos de política monetaria, por lo que, si estos movimientos no resultan compatibles con la variación de oferta monetaria proyectada, el BCU deberá utilizar los instrumentos que le permitan neutralizar los efectos no deseados.

La variación de las disponibilidades del GC-BPS genera modificaciones en la oferta de BM. Las mismas están determinadas por varios factores, tales como el resultado de sus operaciones corrientes en pesos, la colocación o vencimiento de títulos en moneda nacional⁴ y la compra-venta de divisas que realice.

Monitoreo diario y corrección de desvíos

Diariamente se cuenta con datos nuevos sobre las variables que intervienen en el MGL, por lo que el monitoreo de los desvíos respecto de lo programado es permanente. El principal objetivo de este monitoreo es mantener una pauta que sea consistente con el promedio de BM proyectada, atendiendo simultáneamente a la necesidad de reducir las presiones sobre los mercados de dinero y de cambios generados por excesos o escasez de liquidez. Por tanto, además de corregir los desvíos de BM, la nueva secuencia de colocaciones de LRM diseñada debe ser acorde con la demanda de liquidez. La referencia para ello la constituye el componente de la BM que no es explícitamente modelado, si no que surge de forma residual: las reservas voluntarias de agentes bancarios.

Las reservas bancarias voluntarias suelen ubicarse en niveles cercanos a cero. Por tanto, una vez estimados los demás componentes de la BM, la evolución del gasto neto del GC-BPS, y diseñada la pauta de colocaciones de LRM, la existencia de reservas voluntarias bancarias relativamente elevadas es indicativa de un escenario con excesos de liquidez, lo que hace necesaria una revisión al alza de la sugerencia de colocaciones respecto al escenario base. Esta revisión al alza busca evitar que el exceso de liquidez se vuelque al mercado de dinero y presione a la baja la T1D, alejándola de la TPM anunciada por el COPOM. Por el contrario, si las reservas voluntarias que surgen residualmente son negativas, la secuencia de colocaciones planteada resulta excesiva, ya que estaría generando cierto grado de iliquidez en el mercado. En este caso, sería necesaria una disminución en el calendario de colocaciones de LRM de forma de evitar eventuales presiones alcistas sobre la T1D o la utilización de instrumentos para inyectar puntualmente liquidez.

⁴ El calendario de emisiones en el mercado local es publicado semestralmente por la Unidad de Gestión de Deuda del MEF y puede consultarse en su [web](#).