



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Montevideo, 7 de octubre de 2013

COMUNICADO DEL COMITÉ DE POLÍTICA MONETARIA



El Comité de Política Monetaria analizó el contexto macroeconómico global y doméstico y evaluó la marcha de la política monetaria, en el marco del cambio de instrumento decidido en el mes de junio próximo pasado y a partir de la ratificación del rango objetivo para la inflación de 3%-7% en el horizonte de política relevante definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica.

Nuevamente han sido características de este período la incertidumbre y la volatilidad en la economía y en los mercados financieros internacionales, principalmente a raíz de las marchas y contramarchas de la Reserva Federal de EEUU con relación a la orientación de los agregados monetarios en ese país. A su vez, se mantiene la debilidad en la zona del Euro y en Japón, subsistiendo señales de desaceleración en los países emergentes, especialmente en el caso de Brasil.

La economía uruguaya ha crecido por encima de lo previsto, persistiendo las presiones inflacionarias del lado de la demanda en un contexto de depreciación cambiaria. De hecho, el crecimiento del Producto Interno Bruto sorprendió al alza en aproximadamente dos puntos porcentuales, considerando tanto las estimaciones oficiales como las expectativas de los analistas del sector privado. Asimismo, factores climáticos y de restricciones de oferta han coadyuvado al encarecimiento de algunos rubros componentes de la canasta relevante de consumo. En ese sentido, tanto la inflación efectiva como las expectativas de los agentes se mantienen notoriamente por encima del rango objetivo, volviendo a colocar al tema inflacionario en el centro de las preocupaciones de la política económica.

Con referencia a la performance de la política monetaria, la misma ha tenido un claro carácter contractivo. De acuerdo a datos preliminares, el agregado definido como referencia de la política monetaria (M1 ampliado: suma de la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario) habría crecido en el orden del 14.8% interanual en el trimestre julio-setiembre, levemente por encima del rango indicativo definido en el COPOM del mes de junio (12.5%-13%).



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Cabe recordar que el COPOM establece una referencia indicativa trimestral (no mensual) y no una meta *per se*, dado que si bien cuenta con herramientas para incidir en su trayectoria, no constituye una variable de manejo directo de la Autoridad Monetaria. Asimismo, las estimaciones indicativas se realizan asumiendo una determinada demanda de dinero (principalmente por motivos transaccionales) y cierta estabilidad en el multiplicador monetario.

A efectos de entender el leve desvío en la tasa de crecimiento del agregado, debe considerarse que el nivel de actividad estaba alrededor de dos puntos por encima del previsto (pautando una demanda de dinero mayor a la estimada) y que el multiplicador monetario mostró una considerable volatilidad durante el trimestre. Incorporando estos factores, los resultados *ex post* indican que la política monetaria fue tan contractiva como había sido definida en el COPOM precedente.

Debe tenerse en cuenta que fue el primer trimestre en que la política monetaria operó con un nuevo instrumento y que, por lo tanto, hay un proceso de aprendizaje y de adaptación, tanto para la Autoridad Monetaria como para los agentes del mercado. En ese sentido, se notaron ciertos desajustes propios de la transición del uso del nuevo instrumento, sobre todo en el primer mes de operación. Es así que el tono contractivo de la política se fue profundizando a medida que avanzaba el trimestre, estimándose el crecimiento interanual al mes de setiembre en el orden del 12.7%.

El análisis de la política con agregados monetarios requiere considerar no sólo un indicador, sino una batería de ellos, que ayudan a entender el talante de la misma. Por ejemplo, si se considera la tasa anualizada de crecimiento del agregado en el último trimestre en términos de tendencia ciclo, se aprecia que ésta ha revertido la tendencia ascendente que manifestaba anteriormente, pasando de 20% a 17%. Este guarismo reafirma la instancia contractiva de la política monetaria, tal como lo evidenció el fuerte incremento ocurrido en las tasas de interés de instrumentos de regulación monetaria.

La desaceleración de los medios de pago es coherente con una trayectoria gradual hacia el 8% en el horizonte de política, tasa consistente con la meta de inflación y el crecimiento del producto potencial. La convergencia paulatina es deseable de forma de no generar desequilibrios macroeconómicos que alteren la consolidación de una evolución virtuosa de crecimiento con equidad.

El COPOM decidió ratificar la instancia contractiva y, en línea con la trayectoria hacia el 8% en el horizonte de política, fijar un rango de referencia indicativo de crecimiento del agregado M1 ampliado de 15%-17% interanual para el trimestre octubre-diciembre de 2013.

Cabe hacer notar que el hecho de que la tasa de crecimiento interanual del agregado sea mayor a la del trimestre anterior no implica una instancia menos contractiva, ya que dicha tasa está influida por un valor inusualmente bajo de dicho agregado en diciembre de 2012. En particular, el rango de referencia definido implicaría un nuevo descenso del ritmo de crecimiento del agregado en el trimestre en términos de tendencia ciclo, pasando del 17% al 13% anualizado.

La situación global y doméstica seguirá siendo monitoreada en el lapso que medie hasta la próxima reunión del Comité de Política Monetaria, que tendrá lugar a principios del mes de enero de 2014.