

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

BOLETIN DE POLITICA MONETARIA

SEGUNDO TRIMESTRE DE 2003

CONTENIDO DEL INFORME

1. La base monetaria en el segundo trimestre del 2003.
2. Evaluación del comportamiento de las variables monetarias.
3. La revisión de las metas monetarias.

SINTESIS

- En el segundo trimestre del año la Base Monetaria mostró un ligero desvío (-0.3%) respecto a la meta fijada
- Por segundo trimestre consecutivo la demanda real de dinero se ubicó por encima de las proyecciones, en tanto que el multiplicador monetario resultó inferior al implícito en las estimaciones.
- Considerando el contexto macroeconómico, en particular la evolución de la demanda real de dinero y de los precios en el primer semestre, el BCU mantiene las metas vigentes al tiempo que ha reducido los encajes en moneda nacional.

Evolución durante el segundo trimestre de 2003

La base monetaria promedio

La base monetaria constituye el objetivo operativo de la política monetaria doméstica, sobre el cual se establecen los compromisos de mediano plazo y en función de los cuales la autoridad monetaria aplica sus instrumentos de control monetario.

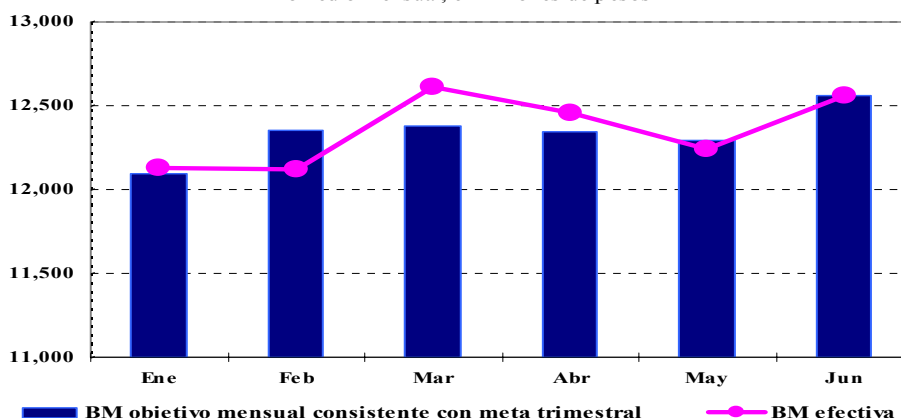
La mencionada variable evolucionó en línea con las metas oportunamente fijadas por el BCU en el primer semestre del año. En efecto, en tanto en el primer trimestre, como fuera difundido en el pasado informe, la base monetaria se ubicó 0.1% por encima de la meta, en el segundo trimestre mostró también un ligero desvío, aunque por defecto, respecto del valor programado:

En el segundo trimestre la Base Monetaria presentó un desvío de -0.3% con relación al valor programado.

	Base Monetaria Proyectada	Base Monetaria Real	Desvíos
Saldos promedios mensuales en millones de pesos			
2003.I	12.275:	12.285:	0.1%
2003.II	12.400:	12.357: ¹	-0.3%

BASE MONETARIA EFECTIVA Y OBJETIVO

Promedio mensual, en millones de pesos



¹ Cifras preliminares.

La oferta monetaria

La base monetaria aumentó \$ 634 millones desde comienzos del año, expansión que se materializó en el segundo trimestre. Desde el punto de vista de los factores que explican esta variación, el principal elemento expansivo durante el primer semestre fueron las compras netas de moneda extranjera realizadas por el BCU. En tanto, el principal factor contractivo fue la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM).

En la medida que la colocación neta de instrumentos en moneda nacional por parte del Gobierno se destinó principalmente a financiar sus compras de moneda extranjera, puede considerarse como neutra desde el punto de vista monetario².

FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA

Flujos acumulados en millones de pesos

CONCEPTO	2003.I	2003.II	Acumulado anual
1-Compras netas de moneda extranjera	-888	3.487	2.598
Al Sistema Financiero	3.547	5.239	8.786
Al Gobierno Central	-4.436	-1.752	-6.188
2-Crédito neto al Sistema Financiero	-129	30	-99
3-Crédito al Gobierno	865	-961	-97
4-Utilización de disponibilidades de GC-BPS en moneda nacional	-97	31	-66
Amortización neta de bonos y letras de tesorería	-4.290	-1.833	-6.124
Intereses sobre títulos en moneda nacional	737	1.162	1.899
Compras netas de moneda extranjera	4.436	1.391	5.827
Otros	-979	-689	-1.668
5-Déficit de BCU en moneda nacional	17	36	53
6-Instrumentos de Regulación Monetaria	21	-1.658	-1.638
7-Otros	-82	-38	-120
Variación total de la BM	-293	927	634

En el segundo trimestre se procesaron cambios en el comportamiento de algunos de los factores que inciden sobre la evolución de la oferta monetaria, tal como se desprende del cuadro. En particular, y a diferencia de lo observado en el primer trimestre, en el período abril-junio las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal factor expansivo. Esto es consecuencia de que, a partir de la segunda mitad de mayo, a las compras realizadas en el mercado se agregan las realizadas por el BCU al Gobierno Central, a quien hasta la fecha se le habían realizado importantes ventas.

² Sin considerar los efectos que la pauta intramensual del ciclo de gastos e ingresos del Gobierno Central tiene sobre la oferta monetaria.

Factores de oferta en el primer semestre:

- expansivo: Compras de moneda extranjera del BCU
- contractivo: colocación de LRM

En el segundo trimestre se observan cambios en el comportamiento de los factores que inciden en la evolución de la oferta monetaria.

Parte de estos efectos expansivos fueron compensados mediante la colocación de LRM, las cuales a partir de mayo se transforman en el principal mecanismo de contracción de la oferta monetaria. Al mismo se agregó el efecto de la reducción del financiamiento del BCU al Gobierno Central.

Evaluación del comportamiento de las variables monetarias

En un contexto de flotación con ancla monetaria, el Banco Central aplica instrumentos a efectos de optimizar su objetivo operativo, el que se espera mantenga una significativa correlación con el nivel de precios. De este modo, si bien la autoridad monetaria no ejerce un control directo sobre dicho nivel, puede indirectamente influir sobre el mismo a través de su manejo de las variables monetarias. Dado que la mayor correlación del nivel de precios se encuentra asociada a los medios de pago de la economía, -los cuales han sido definidos en un sentido estricto como circulante más depósitos a la vista-, en tanto que la autoridad monetaria ejerce su control sobre la base monetaria, se requiere además prever el comportamiento de la relación entre la base monetaria y los medios de pago, esto es, el multiplicador monetario³.

Asumiendo que la oferta de medios de pagos en términos reales (M_1/P) es igual a la demanda (L), y que la oferta de medios de pago en términos nominales (M_1) resulta de la aplicación del multiplicador monetario (k) sobre la base monetaria (B), entonces el nivel de precios puede expresarse como:

$$\frac{M_1}{P} = \frac{k * B}{P} = L \quad \rightarrow \quad P = \frac{k * B}{L}$$

A partir de la última expresión, mediante variaciones logarítmicas, es posible analizar los desvíos en la tasa de inflación y en el resto de las variables involucradas durante los pasados dos trimestres:

Trimestre	Desvíos en la tasa de inflación	Parte de los desvíos explicados por la evolución no proyectada de:		
		BM	Multiplicador	M ₁ /P
2003.I	-2.6%	0.1%	-0.3%	-2.3%
2003.II (*)	-3.7%	-0.5%	-1.2%	-1.8%

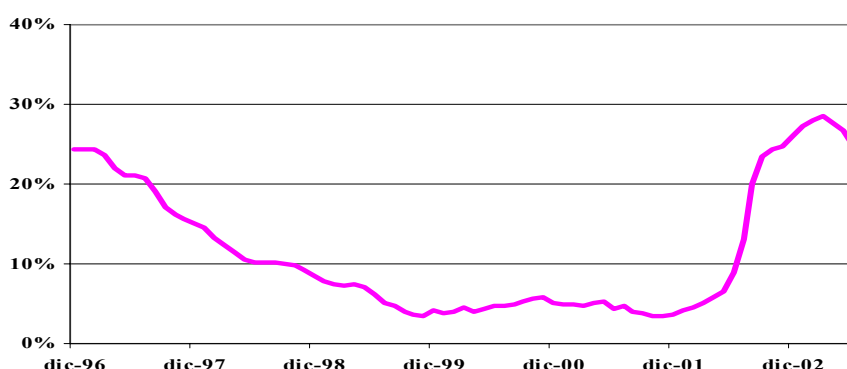
(*) Preliminar

³ El multiplicador relaciona el agregado monetario M1 a fin de mes con la base monetaria definida en términos promedio diario.

La menor inflación observada en el primer semestre estaría asociada con una mayor demanda de saldos reales y un menor nivel del multiplicador monetario.

Como puede apreciarse, el desvío de la tasa de inflación respecto a los valores esperados alcanza a 6.3% en el primer semestre del año. Dicho desvío no estaría relacionado con el manejo de los instrumentos monetarios, ya que la base monetaria ha estado esencialmente alineada con los valores proyectados. Por el contrario, desde el punto de vista monetario, los factores que explican la menor inflación están asociados principalmente a una mayor demanda de saldos reales por parte del público y a un menor multiplicador monetario que el implícito en la proyección de las metas.

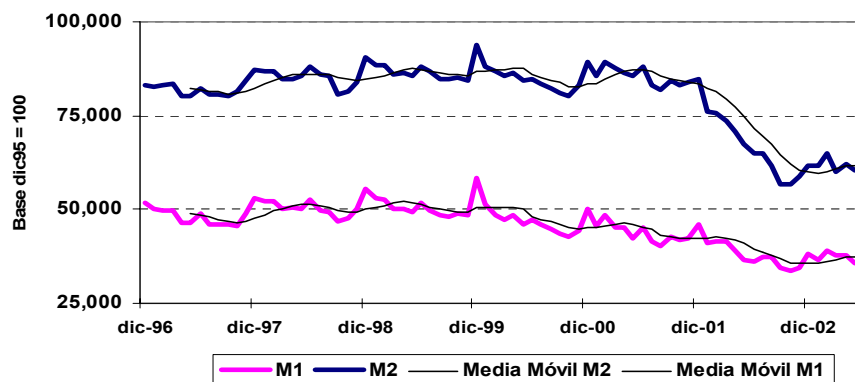
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO
Variación últimos 12 meses



La mayor demanda real de dinero estaría asociada, al menos parcialmente, a una mayor monetización de la economía.

La demanda por M1, en términos reales, supera las proyecciones realizadas. Este mayor crecimiento de la demanda por saldos reales del público estaría reflejando, al menos parcialmente, una tendencia a una mayor monetización de la economía. Este comportamiento resulta consistente con expectativas que se han ido alineando en el transcurso del trimestre, natural consecuencia de la mejora de contexto que implica la resolución de los problemas de corto de plazo del sector público mediante el canje de deuda y un sistema financiero que paulatinamente está evidenciando mayor fortaleza.

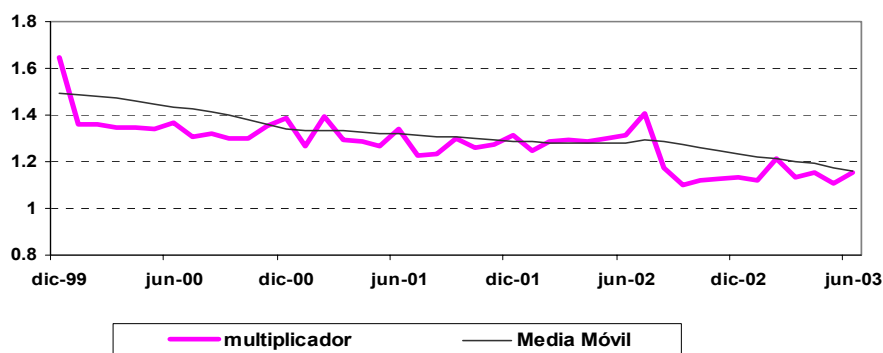
DEMANDA DE DINERO
En términos reales



El menor valor del multiplicador monetario obedecería a la existencia de mayores reservas bancarias y a una menor relación entre saldos fin de mes y promedios de los depósitos vista.

El menor valor que alcanzó el multiplicador monetario es consecuencia, principalmente, del aumento que experimentaron los depósitos a plazo y del comportamiento de los depósitos a la vista y las reservas bancarias excedentes. El aumento de los depósitos a plazo, los cuales no se incluyen dentro del agregado monetario M1, aparejó una mayor constitución de encajes, reduciendo el parámetro relevante para la política monetaria, que es el ratio de M1 a Base Monetaria. En el mismo sentido opera la menor relación entre los valores fin de mes y promedio de los depósitos vista. La misma se redujo a partir de la crisis financiera del año pasado, recuperándose posteriormente, pero a un ritmo inferior al esperado, lo cual podría estar asociado con la restricción crediticia existente y la consiguiente disminución del capital de giro de las empresas. Finalmente, si el comportamiento de las instituciones financieras respecto del mantenimiento de reservas excedentes mantiene la tendencia de los últimos meses, posiblemente también como consecuencia de la restricción crediticia, el multiplicador tenderá a disminuir, afectando la creación de los medios de pagos y, en última instancia, generando una inflación menor a la prevista.

MULTIPLICADOR MONETARIO



Las proyecciones monetarias

Las metas para los próximos doce meses:

En el marco de la política monetaria vigente el BCU evalúa al cierre de cada trimestre los resultados de la política monetaria aplicada y la evolución prevista del contexto macroeconómico. En función de esta evaluación es

que se ratifica o se revisan las metas monetarias vigentes y se incorpora un trimestre a la proyección, para completar el período anual.

El primer semestre del año se ha caracterizado por una mayor demanda de saldos reales por parte del público y un menor multiplicador monetario, en un marco de evolución moderada de los precios. En el actual contexto el Banco Central entiende conveniente la adopción de una política monetaria con un sesgo más expansivo, que convalidaría la incipiente tendencia a una mayor monetización de la economía. Dicha política se materializará mediante el mantenimiento de las metas monetarias difundidas en el pasado informe, al tiempo que se ha procesado una modificación a la baja de los encajes mínimos aplicables sobre las obligaciones en moneda nacional de las instituciones bancarias. Esta modificación, vigente desde el 01/07/03, redujo de 27,5% a 22,5% la tasa de encaje sobre las obligaciones a menos de treinta días y de 21,5% a 16,5% la correspondiente a obligaciones con plazo entre treinta y ciento ochenta días.

La meta de base monetaria para el segundo trimestre del 2004 se encuentra en línea con las vigentes, siendo consistente con una inflación de doce meses que se ubicaría en un rango entre 17% y 23% al cierre de junio del próximo año.

A los riesgos propios de los supuestos de proyección y a los asociados a eventuales cambios en las condiciones de expectativas del mercado, se agregan los relacionados a los mecanismos de transmisión a precios de la política monetaria. En este sentido, como la experiencia internacional indica, los efectos de las acciones de política monetaria sobre la evolución de los precios tienen un rezago considerable y tienen asociados un grado importante de incertidumbre. En atención a tales riesgos es que la autoridad monetaria continuará realizando un seguimiento estrecho de las condiciones del mercado monetario.

METAS DE BASE MONETARIA

Promedios trimestrales en millones de pesos

III.2003	12.735:
IV.2003	13.689:
I.2004	14.978:
II.2004	15.003:

Considerando el contexto macroeconómico el BCU mantiene las metas de base monetaria vigentes aún al tiempo que se han reducido los encajes en moneda nacional.