



# ***BANCO CENTRAL DEL URUGUAY***

## **BOLETIN DE POLITICA MONETARIA**

---

**TERCER TRIMESTRE DE 2003**

## CONTENIDO DEL INFORME

1. La política monetaria en el tercer trimestre
2. La inflación del tercer trimestre
3. La base monetaria
4. La demanda de dinero y el multiplicador monetario
5. Las proyecciones monetarias

## SINTESIS

- Sesgo expansivo e implementación de medidas para dar mayor transparencia al funcionamiento del mercado.
- Resultó superior a la del trimestre anterior pero no se evidencian signos de aceleración en el núcleo inflacionario.
- Finalizó prácticamente alineada con el objetivo fijado por el BCU.
- La demanda real de dinero resultó superior a la proyectada. El aumento de las reservas bancarias excedentes amortiguó el efecto de la reducción de encajes sobre el multiplicador monetario
- Considerando la evolución de la demanda real de dinero y los precios, el BCU mantiene el sesgo expansivo de su política monetaria.

## La política monetaria

A partir de julio de este año el Banco Central entendió conveniente la adopción de una política monetaria con un sesgo expansivo con el objetivo de convalidar la tendencia a una mayor monetización que mostró la economía en el primer semestre. Se consideró que esta estrategia no resultaba inconsistente con los objetivos de precios perseguidos, los cuales habían evolucionado en forma moderada en el mencionado período. Esta política se materializó en el mantenimiento de las metas de Base Monetaria en un contexto de reducción de los encajes obligatorios.

El BCU ha anunciado que entre sus objetivos se encuentra el desarrollo del segmento de moneda nacional del mercado, es en este proceso que se inscribe la significativa reducción de los encajes mínimos aplicables sobre las obligaciones en moneda nacional de las instituciones bancarias que se procesó en el pasado trimestre.

Por otra parte, la autoridad monetaria profundizó en el tercer trimestre sus esfuerzos para dotar de mayor transparencia al funcionamiento del mercado cambiario. En este sentido, a partir de mes de junio se ha comenzado a procesar una separación de la operativa de divisas del Gobierno Central y el BCU, política que se profundizó notoriamente en el tercer trimestre del año, al tiempo que se anunció, a comienzos del mes de octubre, la implementación de un mecanismo de licitaciones para canalizar las operaciones de divisas del BCU.

## Las principales variables en el tercer trimestre de 2003

### La inflación

La inflación del tercer trimestre del 2003 se ubicó en 2.5%, porcentaje que resulta superior al observado en el trimestre anterior. Sin embargo, de acuerdo a los estudios realizados no existen evidencias de un cambio en la tendencia decreciente que la inflación ha venido mostrando desde el

Sesgo expansivo de la política monetaria en el tercer trimestre del 2003.

Adopción de medidas para dotar de mayor transparencia al funcionamiento del mercado.

Inflación del tercer trimestre: 2.5%, superior al trimestre previo.

cuarto trimestre del año pasado.

En efecto, existen indicios de que el componente tendencia-ciclo de la inflación no habría dejado de caer. En idéntico sentido apuntan todos los indicadores utilizados para medir el núcleo inflacionario: entre julio y agosto, prácticamente todas las medidas utilizadas para estimar la inflación subyacente están por debajo de la variación del IPC<sup>1</sup>.

El aumento de la tasa de inflación del tercer trimestre por encima del “componente común” de las series de precios incluidas en el IPC se explica básicamente por el encarecimiento relativo de frutas y verduras -consecuencia de factores estacionales-, de la carne -asociado a factores de oferta y a la superación de la crisis de la aftosa-, y al aumento experimentado por las tarifas públicas.

En síntesis, la tendencia decreciente de la inflación no se habría quebrado en el tercer trimestre. El desvío del IPC respecto a su tendencia sería resultado de un ajuste de precios relativos. En consecuencia, el “componente común” de las series de precios que se incluyen en el IPC, indicador que estaría más asociado a la política monetaria, continuaría mostrando una tendencia decreciente.

## La base monetaria

### *Grado de cumplimiento de la meta*

La base monetaria, objetivo operativo de la política monetaria, finalizó el trimestre prácticamente alineada con la meta que oportunamente fijara el BCU para el período, mostrando un desvío de 0.04%, por exceso, con relación a la mencionada meta. Tal como fuera difundido en el pasado informe, los desvíos observados en los dos trimestres previos resultan también de poca significación, acumulando la base monetaria en los primeros nueve meses del año un desvío por defecto del orden de 0.1%, respecto del valor programado:

	Base Monetaria Proyectada	Base Monetaria Real	Desvíos
<b>Saldos promedios mensuales en millones de pesos</b>			
2003.I	12.275:	12.285:	0.1%
2003.II	12.400:	12.357:	-0.3%
2003.III	12.735:	12.741: <sup>2</sup>	0.0%

<sup>1</sup> Se trabaja con variaciones de los últimos doce meses.

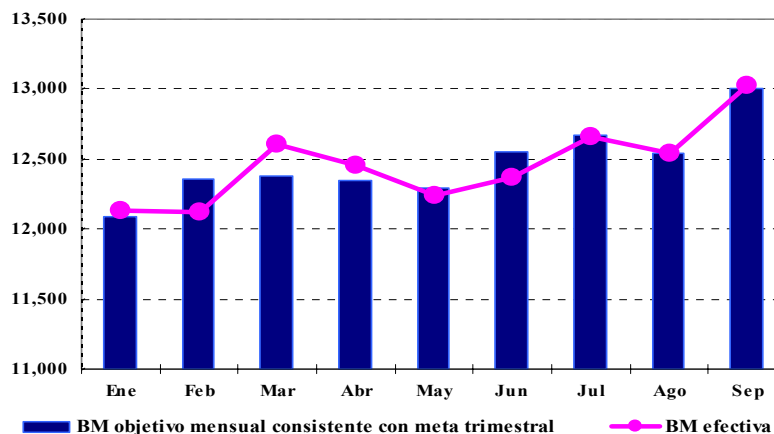
<sup>2</sup> Cifras preliminares.

No existen evidencias de aceleración del núcleo inflacionario.

En el tercer trimestre la Base Monetaria mostró un desvío de 0.04% con relación al valor programado.

## BASE MONETARIA EFECTIVA Y OBJETIVO

Promedio mensual, en millones de pesos

*Los componentes de la oferta de base monetaria*

Desde comienzos de año, la base monetaria se ha incrementado \$ 682 millones, expansión que, como fuera mencionado en el pasado informe, se materializó básicamente en el segundo trimestre del año, alcanzando \$ 48 millones el aumento procesado en el tercer trimestre.

La variación de las disponibilidades del Gobierno Central en moneda nacional, determinó una contracción del orden de \$ 1.487 millones en el transcurso del año, derivada del aumento registrado en dichas disponibilidades. El mismo es consecuencia de que la suma de la colocación neta de Letras de Tesorería en moneda nacional y el resultado superavitario en pesos que acumula el Gobierno en los primeros tres trimestres del año, resulta superior a los egresos de moneda nacional debido a sus compras de moneda extranjera.

Dentro de los factores que inciden en la evolución de la oferta de base monetaria, las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal elemento expansivo durante los primeros nueve meses del año. En idéntico sentido, pero en menor medida, operó el déficit del BCU. Finalmente, la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) por casi \$ 4.500 millones aseguró que la variación de la base monetaria se mantuviera en línea con las metas fijadas.

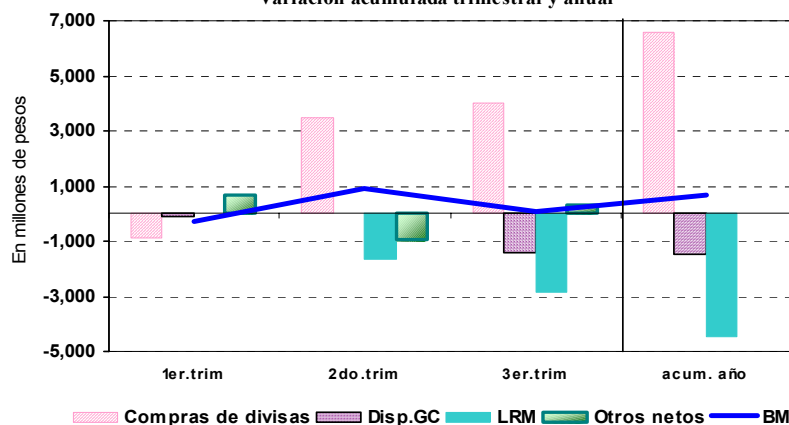
## Principales factores de variación de la oferta:

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

FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA				
Flujos acumulados en millones de pesos <sup>3</sup>				
CONCEPTO	2003.I	2003.II	2003.III	Acumulado anual
1-Compras netas de moneda extranjera	-888	3.487	4.006	6.605
Al Sistema Financiero	3.547	5.239	3.342	12.128
Al Gobierno Central	-4.436	-1.752	664	-5.523
2-Crédito neto al Sistema Financiero	-129	30	22	-77
3-Crédito al Gobierno	865	-961	0	-97
4-Utilización de disponibilidades de GC-BPS en moneda nacional	-99	14	-1.402	-1.487
Amortización neta de bonos y letras de tesorería	-4.290	-1.833	499	-5.625
Intereses sobre títulos en moneda nacional	737	1.162	421	2.320
Compras netas de moneda extranjera	4.436	1.391	-1.332	4.495
Otros	-981	-706	-990	-2.678
5-Déficit de BCU en moneda nacional	17	36	327	380
6-Instrumentos de Regulación Monetaria	21	-1.658	-2.842	-4.480
7-Otros	-79	-21	-63	-163
<b>Variación total de la BM</b>	<b>-293</b>	<b>927</b>	<b>48</b>	<b>682</b>

## COMPOSICION DE LA OFERTA DE BM

Variación acumulada trimestral y anual



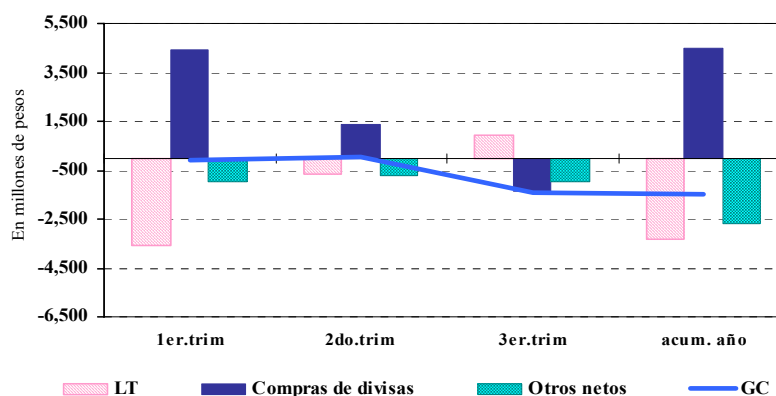
En el tercer trimestre se observan cambios en el manejo de las disponibilidades del Gobierno, con sus consiguientes efectos monetarios.

Como puede observarse tanto en el cuadro como en la gráfica, el comportamiento de las variables que inciden sobre la evolución de la oferta monetaria mantuvo en el tercer trimestre los rasgos que habían caracterizado la primera mitad del año, con la excepción del manejo de disponibilidades del Gobierno Central. En efecto, este

<sup>3</sup> Construido a partir de saldos fin de mes.

factor durante el pasado trimestre se constituyó en uno de los principales factores contractivos de la base monetaria, a diferencia de lo observado en el primer semestre en el cual su incidencia desde el punto de vista monetario fue neutra<sup>4</sup>.

**USO DE LAS DISPONIBILIDADES DEL GOBIERNO**  
Variación acumulada trimestral y anual



Contrastando con lo observado en la primera mitad del año, durante los tres meses pasados el Gobierno Central realizó ventas de divisas en el mercado. El producido de estas ventas, conjuntamente con el superávit en moneda nacional que experimentó en el período, son el origen del aumento observado en las disponibilidades, el cual se produjo aún cuando el Gobierno amortizó en términos netos parte del stock de títulos en moneda nacional existente a comienzos del presente semestre.

## Evolución de los medios de pago

### *La demanda de dinero*

En el tercer trimestre la demanda real de M1 se incrementó 2.4%.

La demanda por M1, de acuerdo a los datos preliminares disponibles, habría experimentado un aumento en términos reales en el tercer trimestre del año<sup>5</sup> (2.4%) que supera las proyecciones realizadas. Este comportamiento, que

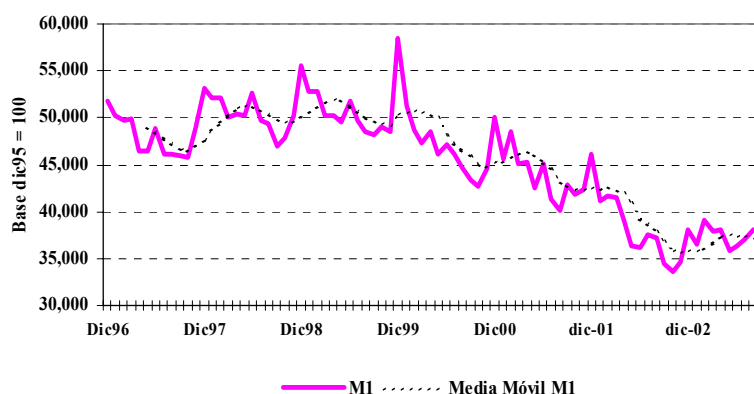
<sup>4</sup> Sin considerar los efectos que la pauta intramensual del ciclo de gastos e ingresos del Gobierno Central tiene sobre la oferta monetaria.

<sup>5</sup> Datos de septiembre de 2003 preliminares.

resulta consistente con un contexto de caída de tasas de interés, de recuperación de la actividad económica y de mayor confianza en el mercado, evidenciaría la existencia de una mayor monetización de la economía. Si bien esta mayor monetización es un factor persistente, no es posible concluir aún si responde a un cambio estructural en la demanda de dinero.

**DEMANDA DE DINERO**

En términos reales



Fuerte reducción de los encajes en moneda nacional enmarcada en el proceso de profundización del segmento en moneda nacional.

*El multiplicador monetario*

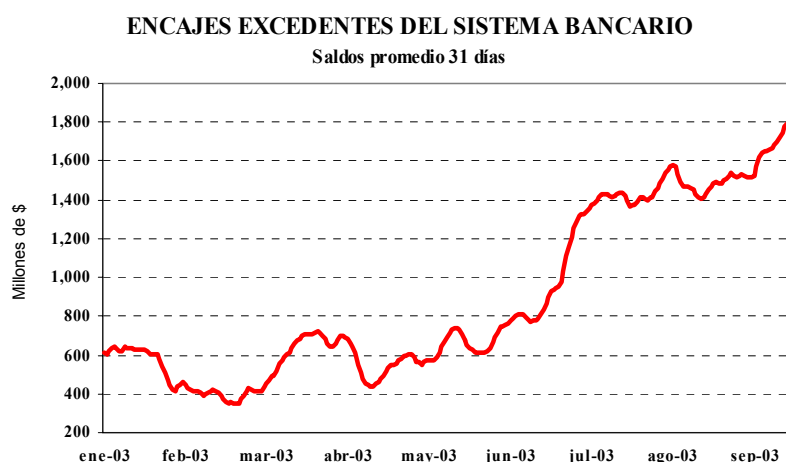
En el tercer trimestre la política de sesgo expansivo llevada adelante por el BCU se materializó en el mantenimiento de las metas monetarias en un contexto de reducción de los requisitos de encaje a que están sujetas las obligaciones en moneda nacional de las instituciones bancarias. Esta caída de las tasas de encaje en moneda nacional, que se enmarca en la política de incentivos para la profundización del segmento en moneda nacional del mercado que está siguiendo la autoridad monetaria, alcanzó una magnitud significativa en el pasado trimestre:

Vigencia	Obligaciones en moneda nacional según plazo			
	Menor a 30 días	Entre 30 y 180 días	Entre 180 y 367 días	Mayor a 367 días
Hasta el 30/06/03	27.5%	21.5%	5%	0%
Desde el 01/07/03	22.5%	16.5%	5%	0%
Desde el 01/08/03	20.0%	14.0%	5%	0%
Desde el 01/09/03	17.5%	11.5%	5%	0%



La reducción de los encajes obligatorios no se reflejó en un aumento del multiplicador monetario.

La reducción en los encajes obligatorios, que se acompañó con una caída de la tasa de interés pagada sobre depósitos call en el BCU, no se reflejó totalmente en el multiplicador monetario efectivo, el cual no mostró variaciones de importancia en el período debido al aumento persistente de los excedentes bancarios. Estos, tal como puede observarse en la gráfica, crecieron en forma sostenida durante todo el período, pasando de representar 8% de la base monetaria en el mes de junio a significar 14% en el pasado mes de septiembre.



El aumento de los excedentes bancarios no estaría vinculado con necesidades de encajes técnicos.

El aumento experimentado por los excedentes bancarios en el trimestre, originado a partir de la reducción de los requisitos de encaje, no parecería estar vinculado a las necesidades de encajes técnicos en la medida que el conjunto de las instituciones ha operado con mínimos notoriamente inferiores en la primera mitad del año. Su mantenimiento a lo largo de todo el período estaría vinculado a la inexistencia de alternativas atractivas de colocación en moneda nacional. En este sentido, es de mencionar el racionamiento crediticio que caracteriza el mercado desde comienzos del pasado año y el menor ritmo de colocación de instrumentos en moneda nacional por parte del Gobierno y el BCU en el pasado trimestre.

## Las proyecciones monetarias

*Las metas para los próximos doce meses.*

Tomando en cuenta el comportamiento de las variables monetarias y de los precios durante los primeros nueve meses del año y estimando que la tendencia a una mayor monetización de la economía se va a mantener en el horizonte de proyección considerado, el Banco Central entiende conveniente mantener la meta difundida para el último trimestre del año y realizar pequeños ajustes en las metas monetarias para el primer semestre del próximo año que fueron difundidas en el anterior informe.

Las metas de base monetaria adoptadas para el período septiembre 2003 – septiembre 2004 son consistentes con un contexto de inflación de doce meses que se ubicaría en un rango entre 9% y 14% al cierre del período de proyección, lo cual se traduciría en el mantenimiento del grado de monetización que actualmente exhibe la economía.

<b>METAS DE BASE MONETARIA</b>	
<b>Promedios trimestrales en millones de \$</b>	
<b>IV.2003</b>	<b>13,689</b>
<b>I.2004</b>	<b>14,737</b>
<b>II.2004</b>	<b>15,011</b>
<b>III.2004</b>	<b>14,715</b>

A los márgenes propios de los supuestos de proyección y a los asociados a eventuales cambios en las condiciones de expectativas del mercado, en un régimen como el vigente se agregan los relacionados a los mecanismos de transmisión a precios de la política monetaria. Es por tales motivos que la autoridad monetaria continuará realizando un seguimiento estrecho de las condiciones del mercado monetario. En particular, y bajo el entendido que el comportamiento de los bancos con relación a sus reservas excedentes aumentan el grado de incertidumbre y los rezagos que los efectos de las acciones de política monetaria tienen en la evolución de los precios, este Banco Central va a monitorear estrechamente el elevado nivel de liquidez que muestran las instituciones bancarias.

Finalmente, y en línea con los esfuerzos que se han venido realizando en el transcurso del presente año con el objetivo de imprimir mayor transparencia al funcionamiento del mercado financiero, a partir del presente mes se procederá a difundir el saldo de la base monetaria en forma diaria.

Adicionalmente, a partir del mes de octubre el BCU, en el marco de la mencionada política de incentivos al segmento de moneda nacional, dispuso una reducción de las tasas de encaje que quedaron fijadas en 17%, 9%, 6% y 4% para las obligaciones a 30 días, entre 30 y 90 días, hasta 180 días, y hasta 367 días, respectivamente.

Considerando el contexto macroeconómico, el BCU mantiene el sesgo expansivo de su política monetaria.

El BCU continuará monitoreando las condiciones del mercado, con especial énfasis en los elevados niveles de liquidez de los bancos.

A partir del presente mes se comenzará a difundir diariamente el saldo de base monetaria, al tiempo que se dispuso una reducción de las tasas de encaje en moneda nacional.