



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

BOLETIN DE POLITICA MONETARIA

CUARTO TRIMESTRE DE 2003

CONTENIDO DEL INFORME

1. La política monetaria en el año 2003
 - Los principales lineamientos
 - El contexto macroeconómico

2. La inflación en el transcurso del pasado año

3. La base monetaria
 - Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria
 - Los componentes de la oferta de base monetaria

4. Evolución de los medios de pago
 - La demanda de dinero
 - El multiplicador monetario

5. Las proyecciones monetarias: las metas para los próximos cuatro trimestres.

La política monetaria en el 2003

A fines del año 2002 el Banco Central del Uruguay (BCU) presentó los lineamientos en base a los cuales se manejó durante el 2003 la política monetaria. La finalidad última de ésta se encuentra en la preservación de la estabilidad de la moneda nacional, objetivo hacia el cual debe estar dirigida la gestión de la autoridad monetaria de acuerdo a lo establecido por el Literal A del artículo 3 de su Carta Orgánica.

Durante todo el 2003 el BCU se ciñó estrictamente a los lineamientos presentados. Las metas y la estrategia adoptada se fueron ajustando trimestralmente en consonancia con el contexto cambiante en el que se operó y con otros objetivos que en el período fueron asumidos como prioritarios. Merecen mencionarse, por sus efectos monetarios, los procesos seguidos para crear condiciones que fortalezcan el segmento de moneda nacional en el mercado y recomponer los activos de reservas del BCU.

Adicionalmente, la autoridad monetaria adoptó medidas con el objetivo de dotar de mayor transparencia al funcionamiento del mercado. En este sentido debe mencionarse la separación de la operativa de cambios del BCU y del Gobierno Central (GC), el anuncio a la apertura de las operaciones diarias en el mercado del monto total de títulos a licitar y de las compras de divisas, la realización de estas últimas a través del mecanismo de subastas y, a partir del presente mes, el suministro de información sobre las compras de divisas tentativas del BCU con un horizonte de un año.

Por otra parte, se aplicaron esfuerzos para proporcionar a los agentes de información adicional en forma oportuna, como ser la publicación de los datos diarios de base monetaria y de los Boletines de Política Monetaria.

Los principales lineamientos de la política monetaria

Considerando el objetivo de estabilidad de precios en un marco de tipo de cambio flexible como el vigente y dado que las características de nuestra economía desaconsejaban el uso de una política basada en tasas de interés, el BCU adoptó una política de agregados monetarios. Si bien, tal como la experiencia internacional indica, este tipo de política entraña riesgos asociados a los efectos y el rezago con que las medidas adoptadas inciden sobre la senda que siguen los precios, se evaluó su conveniencia en tanto permitía anclar las expectativas en el corto plazo y aseguraba una referencia de largo plazo para la evolución de los precios.

Bajo el esquema elegido, la base monetaria (BM) se constituyó en el objetivo intermedio operacional sobre el cual ejerce el control el BCU. El seguimiento de esta variable incide indirectamente en la evolución de los precios. La BM a través del mecanismo multiplicador, bajo ciertos supuestos, determina la trayectoria del agregado monetario M1, y por esta vía afectará la senda que sigan los precios.

Durante el pasado año el BCU siguió estrictamente los lineamientos de la política monetaria que fuera anunciada en diciembre de 2002.

En el 2003 el BCU adoptó una política de agregados monetarios, en el marco de la cual la Base Monetaria es el objetivo intermedio operacional.

Trimestralmente las autoridades del BCU determinan las metas de BM para los siguientes doce meses, consistente con el objetivo de inflación previamente acordado con el Poder Ejecutivo, en función de una estimación del agregado monetario M1, al cual se le aplica una proyección del multiplicador monetario. Por otra parte, se estima la incidencia de los factores que determinan la oferta monetaria, definiendo entonces la aplicación más conveniente de los instrumentos de política que cierran la brecha entre ambas estimaciones.

Finalmente, se estima una senda para la BM y la oferta que diariamente es monitoreada por los servicios del BCU con el objetivo de evaluar cuál de las estrategias disponibles es la que maximiza las posibilidades de alcanzar la meta fijada para el trimestre.

El contexto macroeconómico

El contexto macroeconómico en que se desarrolló la política monetaria durante el 2003 puede dividirse en dos períodos claramente diferenciados: el primero de ellos, que puede caracterizarse como desfavorable, abarca hasta fines del mes de mayo, cuando el resultado exitoso de la operación de canje de la deuda y otros factores domésticos y externos, determinan un quiebre favorable del contexto macroeconómico.

Si bien ya en el primer trimestre del año la economía uruguaya empieza a mostrar signos de recuperación del nivel de actividad, básicamente como consecuencia de un escenario internacional favorable, persisten factores, resultantes de la importante crisis financiera que se vivió en el 2002, que afectan negativamente el desenvolvimiento de la economía. A nivel doméstico el país comenzaba el año con un nivel relativamente bajo de activos de reserva en poder del BCU. En el sector público aún no se habían materializado resultados significativos de los esfuerzos fiscales realizados a partir del segundo semestre del 2002 y se comenzaban a sentir los efectos de la restricción de liquidez de corto plazo. En general, el mercado continuaba evidenciando la existencia de problemas de expectativas adversas sobre la situación financiera. Es así como a fines de enero se produce una corrida bancaria de corta duración pero de magnitud significativa. A fines de febrero, la decisión de liquidación del Banco de Crédito agrega mayor incertidumbre al comportamiento del mercado. Es en este período cuando las restricciones de liquidez que enfrentaba el gobierno comienzan a generar una dominancia fiscal sobre la política monetaria.

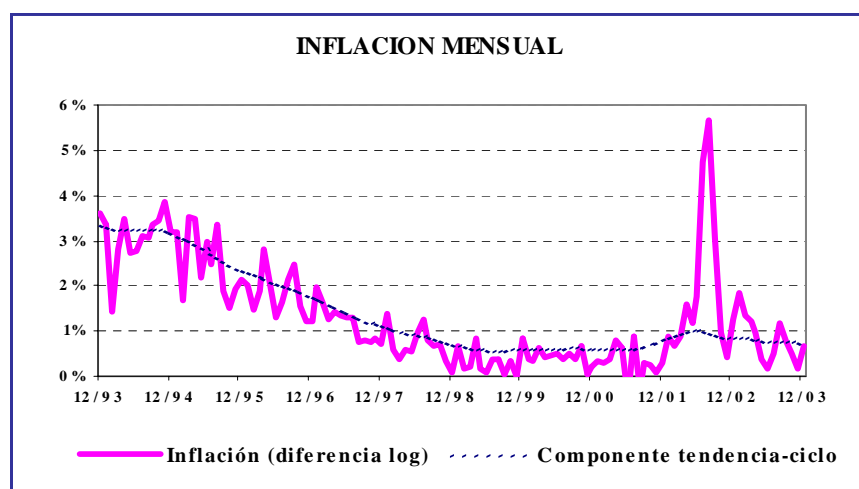
Posteriormente se refuerza la incidencia favorable del contexto internacional como consecuencia de la finalización del proceso electoral en Argentina y del conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak. A nivel doméstico, a partir de mediados de marzo se comenzaron a crear las condiciones que posibilitaron un cambio de escenario, el cual se materializó a partir de la segunda mitad del mes de mayo cuando culmina exitosamente la operación de canje de deuda, al tiempo que se continúan adoptando medidas para mejorar el marco regulatorio del sistema financiero. La reducción de las necesidades de financiamiento del sector público, la mejora en las expectativas resultante, la mayor fortaleza que paulatinamente va evidenciando el sistema financiero y un contexto internacional más favorable

El contexto macroeconómico en que se desarrolló la política monetaria se dividió en dos períodos bien diferenciados: pre y post-operación de canje de la deuda.

contribuyeron a acelerar el ritmo de recuperación de la economía y generaron un escenario más auspicioso para los últimos siete meses del año.

La inflación

La inflación del cuarto trimestre del 2003, medida punta contra punta, alcanzó 1.3%, siendo éste el menor valor trimestral registrado en el transcurso del pasado año. En términos doce meses, la variación registrada por los precios durante el 2003 se ubicó en 10.2%.



La inflación del cuarto trimestre fue de 1.3%, lo que eleva a 10.2% la inflación doce meses registrada en el 2003.

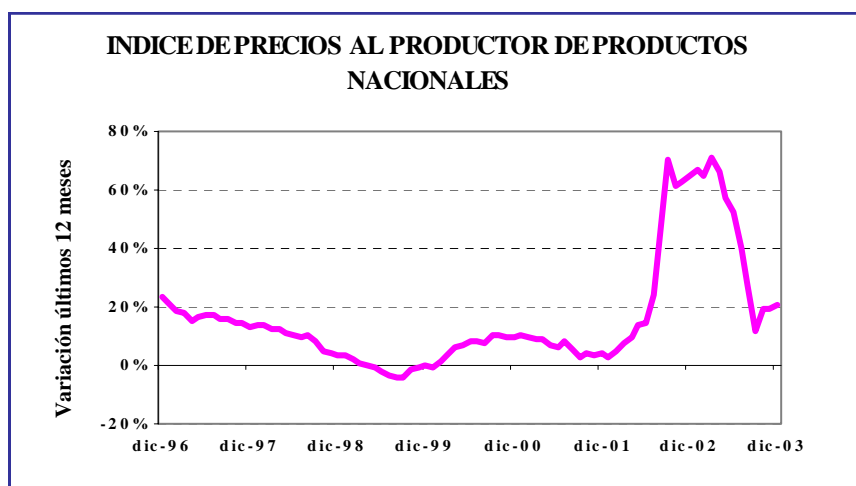
De acuerdo a los estudios realizados el componente tendencia-ciclo de la inflación mensual ha venido cayendo desde septiembre, siendo su variación en el mes de diciembre (0.72%) similar a la que registró el IPC.

También desde setiembre todos los indicadores de inflación subyacente utilizados se encuentran por debajo de la variación del IPC, observándose en diciembre un cambio o un detenimiento en la caída que estos indicadores venían experimentando desde abril del 2003. Se podría concluir, entonces, que el componente común de las series de precios incluidas en el IPC han mostrando una tendencia decreciente que podría estar enlenteciéndose.

Otra medida de precios analizadas, como el IPPN¹, mostró un quiebre de tendencia en septiembre, exhibiendo posteriormente una clara tendencia creciente:

En el último trimestre se redujo el ritmo de caída del componente común de las series de precios del IPC y el IPPN muestra una tendencia creciente.

¹ Índice de precios al productos de productos nacionales.



Tanto el menor ritmo de caída exhibido por el IPC, como el crecimiento mostrado por el IPPN en el último trimestre del pasado año, estarían alertando sobre la necesidad de realizar esfuerzos monetarios a comienzos del 2004 con el objetivo de consolidar la tendencia a la baja de la inflación.

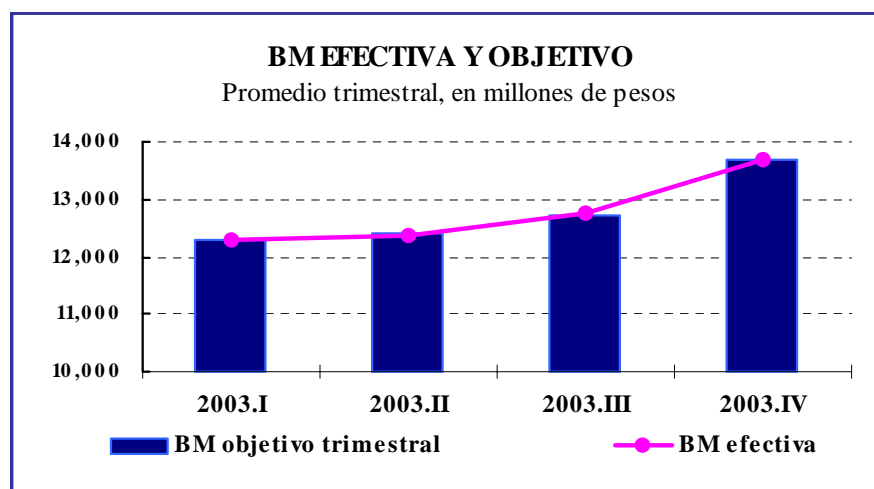
La base monetaria

Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria

El BCU ejerció eficazmente el control de la BM, la cual, en el cuarto trimestre del año, al igual que lo observado en los trimestres previos, finalizó prácticamente en línea con la meta que oportunamente fuera anunciada, mostrando un desvío, por defecto, de 0.08%. La escasa significación de los desvíos generados trimestre a trimestre, y la no existencia de un sesgo, determina que la BM promedio del 2003 se ubique prácticamente en el nivel previsto por el BCU, estando apenas 0.1% por debajo de dicho nivel. Este nivel resulta 5.3% superior, en términos reales, al observado en el año 2002:

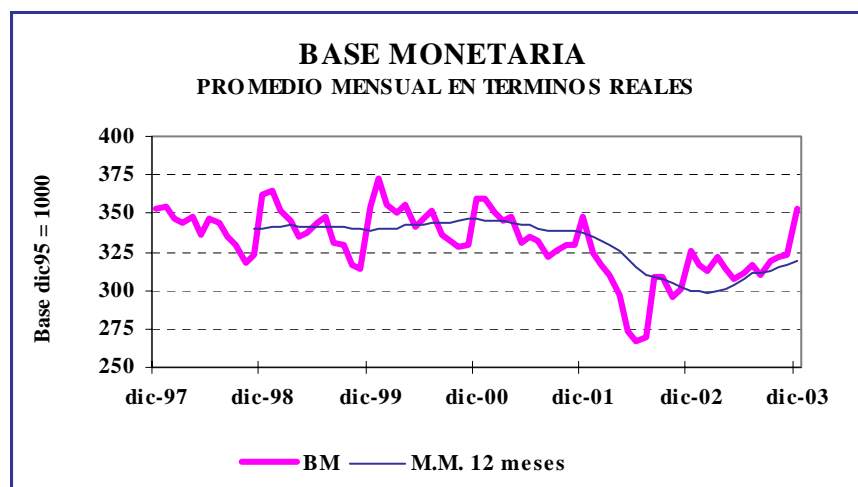
Saldos promedios mensuales en millones de pesos			
	BM objetivo	BM efectiva	Desvíos
2003.I	12,275	12,285	0.1%
2003.II	12,400	12,356	-0.4%
2003.III	12,735	12,744	0.1%
2003.IV	13,689	13,678	-0.1%
Año 2003	12,775	12,766	-0.1%

El BCU controló eficazmente la evolución de la BM, la cual finalizó el año 2003 ubicada prácticamente en los niveles previstos por las metas del BCU.



Las metas fijadas por el BCU a comienzos del año tuvieron en cuenta el contexto desfavorable en el cual se estaba operando, caracterizado por una caída PIB para el año y altos niveles de tasas de interés.

Sin embargo, la evaluación realizada al fin del primer trimestre indicó la necesidad de revisar al alza las metas monetarias con el objetivo de contemplar el nuevo contexto en que se estaba procesando una recuperación más acelerada de la actividad económica. El mejor escenario de la segunda mitad del año, reflejado en un aumento de la demanda por saldos reales por parte del público en un marco de evolución moderada de los precios, condujo al BCU al mantenimiento del sesgo expansivo adoptado a partir del segundo trimestre. Esta estrategia seguida por la autoridad monetaria explica la tendencia creciente que exhibe la BM a partir del mencionado período:



El crecimiento de la BM se procesa a partir del segundo trimestre.

Los componentes de la oferta de base monetaria

Durante el año 2003 la BM se incrementó casi \$ 2.800 millones en términos punta-punta, expansión que, tal como se analizó anteriormente, se materializó básicamente a partir del segundo trimestre del año, siendo la mayor expansión la correspondiente al último trimestre del año (\$ 2.081 millones), consistente con la pauta intra-anual que caracteriza esta variable.

FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA

Flujos acumulados en millones de pesos

CONCEPTO	2003.I	2003.II	2003.III	2003.IV	Acumulado anual
1- Compras netas de moneda extranjera	-888	3,487	4,006	3,248	9,852
Al Sistema Financiero	3,547	5,239	3,342	3,032	15,160
Al Gobierno Central	-4,436	-1,752	664	216	-5,308
2- Crédito neto al Sistema Financiero	-44	30	22	13	21
3- Crédito al Gobierno Central	868	-961	0	0	-93
4- Utilización de disponibilidad m.n. de GC-BPS	-99	14	-1,402	646	-841
Amortización neta de letras de tesorería	-4,277	-1,826	499	225	-5,378
Intereses sobre títulos en moneda nacional	733	1,154	421	779	3,088
Compras netas de moneda extranjera	4,436	1,391	-1,355	607	5,079
Otros	-991	-706	-967	-965	-3,629
5- Déficit de BCU en moneda nacional	17	38	327	315	696
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	22	-1,658	-2,842	-2,114	-6,592
7- Otros	-170	-23	-63	-27	-282
Variación total de la BM	-293	927	48	2,081	2,762

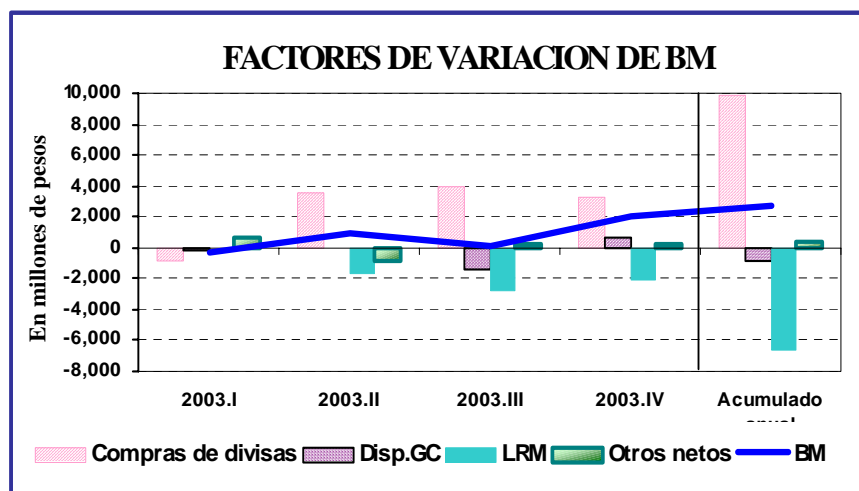
Las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal factor de expansión de la oferta en el transcurso del año, dando cuenta de un aumento de la BM de \$ 9.852 millones. En idéntico sentido, pero con reducida significación, operó el déficit del BCU. El manejo de las disponibilidades del conjunto GC-BPS, que se analizará en detalle posteriormente, determinó una contracción de la oferta de BM del orden de \$ 841 millones.

Finalmente, la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) por casi \$ 6.600 millones aseguró que la variación de la base monetaria se mantuviera en línea con las metas fijadas. Una parte sustancial de esta emisión de títulos del BCU (50%) se realizó nominada en UI, lo cual se inscribe dentro de la política de reforzamiento del segmento en moneda nacional que, como fuera antes mencionado, adoptó la autoridad monetaria.

Principales factores de variación de la oferta de BM:

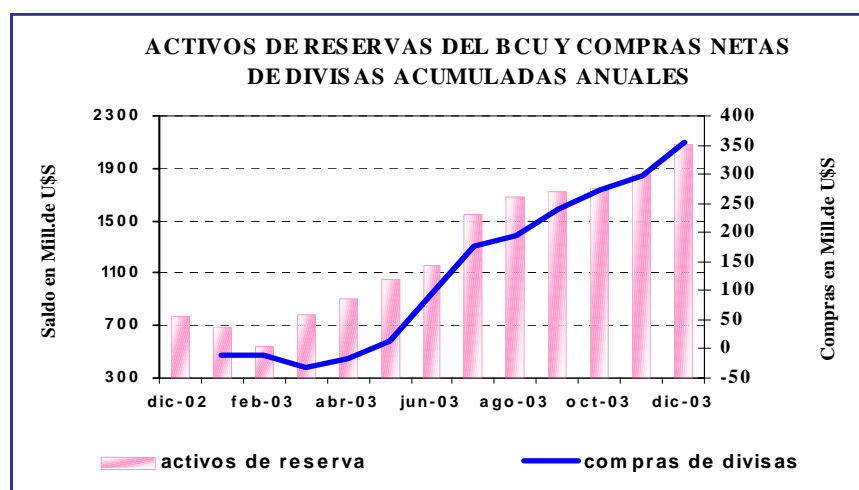
- expansivo: compras netas de divisas
- contractivo: colocación de LRM

La colocación de LRM en UI se inscribe en el marco de la política de reforzamiento del segmento de moneda nacional.



La expansión vía compras netas de divisas se materializa a partir del segundo trimestre, cuando el BCU procede a recomponer su stock de activos de reserva.

Hasta el mes de abril las compras netas de divisas operaron en forma ligeramente contractiva, como resultado de que el BCU vendió parte de las divisas que el GC, en el marco de las restricciones de liquidez de corto plazo que enfrentaba, necesitó en dicho período. El cambio de escenario generado a partir de mayo permitió que la autoridad monetaria se abocara a recomponer su stock de activos de reservas. Este había alcanzado su nivel mínimo en el primer trimestre (US\$ 462 millones el 19/03/03), y finalizó el año ubicado en US\$ 2.087 millones.

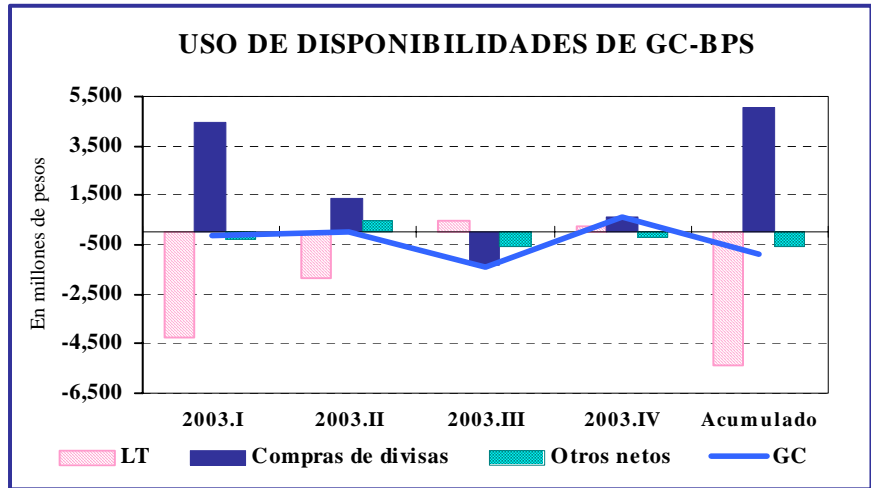


El manejo de las disponibilidades del GC se tradujo en una contracción de la oferta de BM.

El incremento experimentado por las disponibilidades del GC en moneda nacional durante el año determinó la mencionada contracción de oferta de \$ 841 millones. Este aumento es consecuencia de que la suma de la colocación neta de Letras de Tesorería en moneda nacional (LT) y el resultado superavitario en pesos que acumuló el Gobierno en el transcurso del año, resultó superior a los egresos de moneda nacional en que incurrió para comprar moneda extranjera (US\$ 172 millones).

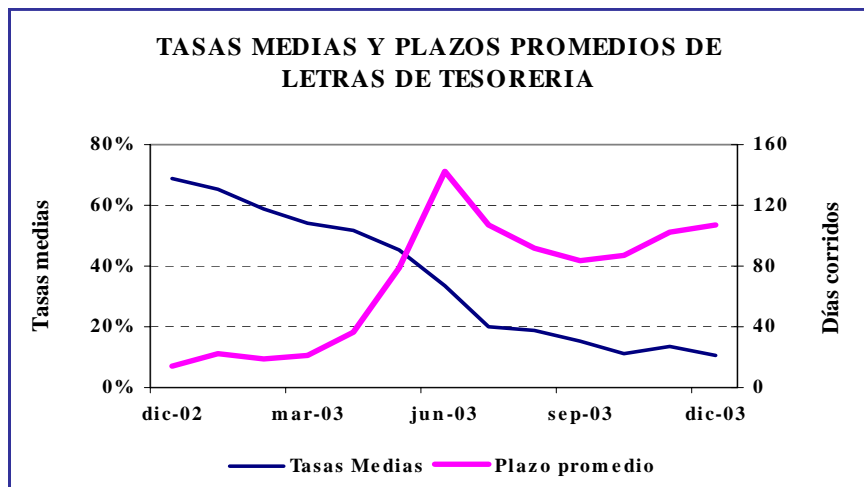
A pesar del escenario desfavorable del primer trimestre del año, el GC tuvo un efecto monetario prácticamente neutro

El escenario post-canje permitió reducir ligeramente el circulante de LT y mejorar el perfil de los vencimiento



El escenario desfavorable que enfrentó el Gobierno en los primeros cinco meses del año, en particular las restricciones de liquidez, se reflejó en la evolución de las disponibilidades. En efecto, tal como puede observarse en el gráfico, durante los primeros cinco meses del año las compras de divisas que debió realizar el GC para servir sus obligaciones, monetariamente expansivas, fueron financiadas mediante la colocación neta de LT de corto plazo, uno de los principales mecanismos de financiamiento de que dispuso en el periodo, compensando dicha expansión.

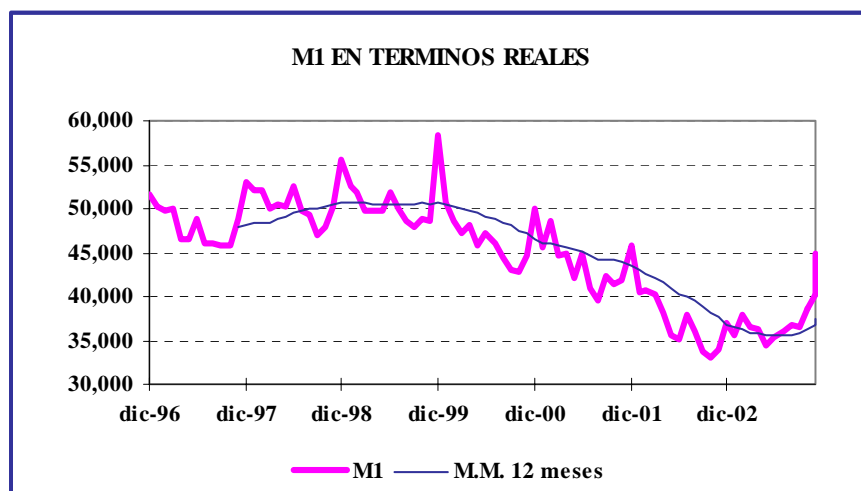
El cambio de escenario a partir de la operación de canje de deuda, con menores necesidades de divisas y mejores resultados fiscales a medida que la actividad mejoraba, permitió reducir parcialmente el stock de deuda en moneda nacional, mejorar el perfil de los vencimientos y aumentar las disponibilidades del Gobierno. Por otra parte, el nuevo escenario no solo posibilitó un aumento del plazo promedio de las LT colocadas, también habilitó una marcada reducción de las tasas de interés pagadas sobre este instrumento:



Evolución de los medios de pago

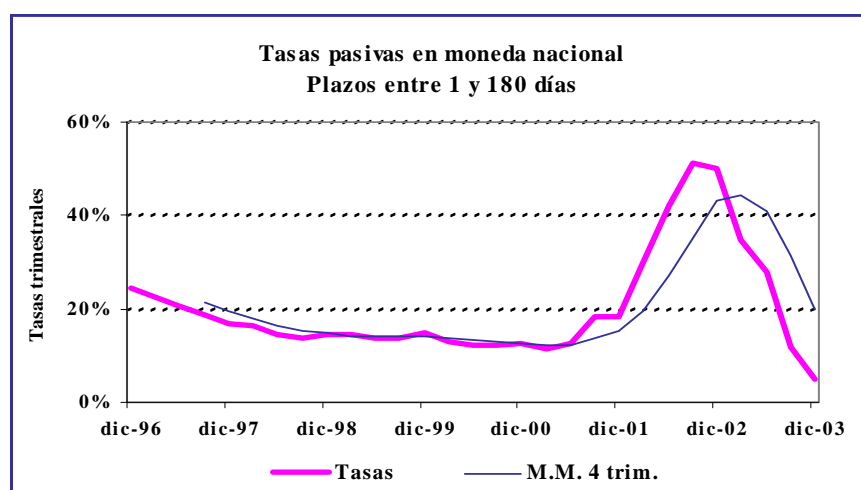
La demanda por M1² resultó 18% superior, en términos reales, durante el trimestre octubre-diciembre respecto a la observada en igual período del 2002. Medida en promedios, esta variable creció en términos reales 1.4% en el 2003.

Durante el año 2003 se produjo un crecimiento en términos reales de la demanda por M1.



El aumento experimentado por la demanda de dinero resulta consistente con un contexto en que la actividad económica se recupera a un ritmo superior al previsto, una mayor confianza en el mercado y una clara tendencia a la reducción de las tasas de interés. Estas últimas, a partir del segundo trimestre, acompañan la tendencia decreciente mostrada por las tasas pagadas sobre los instrumentos del GC y las tasas interbancarias, ubicándose en el último trimestre del año en el entorno de 5%.

Las tasas pasivas acompañaron la reducción experimentada por las LT y de las tasas call interbancaria a partir del mes de mayo.



² En base a datos preliminares y estimados a diciembre de 2003.

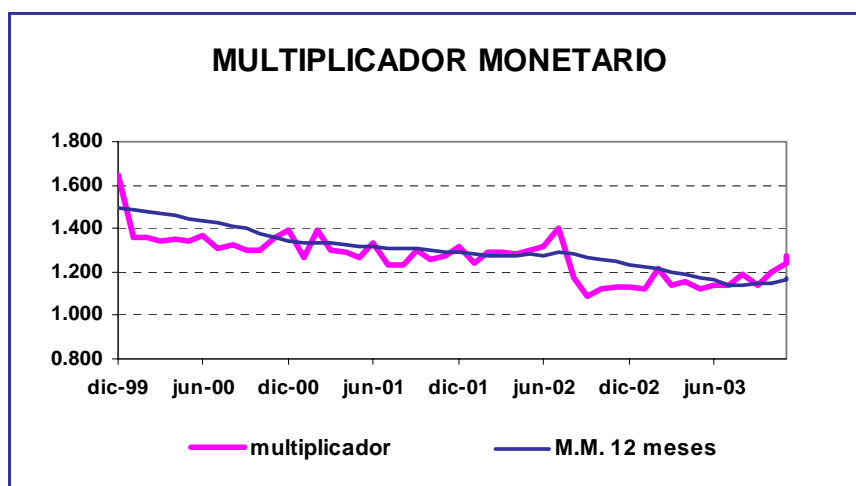
El multiplicador monetario

A fines del segundo trimestre el BCU evaluó la conveniencia de mantener las metas monetarias que habían sido difundidas previamente, en un contexto en que se inició un proceso de reducción gradual de los requisitos de encaje a que están sujetas las obligaciones en moneda nacional de las instituciones bancarias.

El proceso de caída de las tasas de encaje en moneda nacional se enmarcó dentro de la política para la profundización del segmento en moneda nacional del mercado que consideró de interés seguir la autoridad monetaria, proceso que, tal como puede observarse en el cuadro, alcanzó una magnitud significativa en el segundo trimestre del año:

Vigencia	Obligaciones en moneda nacional según plazo					
	Menor a 30 d.	Entre 30 y 90 d.	Entre 90 y 180 d.	Entre 30 y 180 d.	Entre 180 y 367 d.	Mayor a 367 d.
Hasta el 30/06/03	27.5%			21.5%	5.0%	0.0%
Desde el 01/07/03	22.5%			16.5%	5.0%	0.0%
Desde el 01/08/03	20.0%			14.0%	5.0%	0.0%
Desde el 01/09/03	17.5%			11.5%	5.0%	0.0%
Desde el 01/10/03	17.0%	9.0%	6.0%		4.0%	0.0%

Esta reducción en los encajes obligatorios, que se acompañó con una caída de la tasa de interés pagada sobre depósitos overnight en el BCU, recién hacia fines de año parece reflejarse en el comportamiento del multiplicador monetario efectivo, que aún cuando se ubica por debajo de su nivel histórico, exhibe una ligera tendencia creciente en el último trimestre del año:

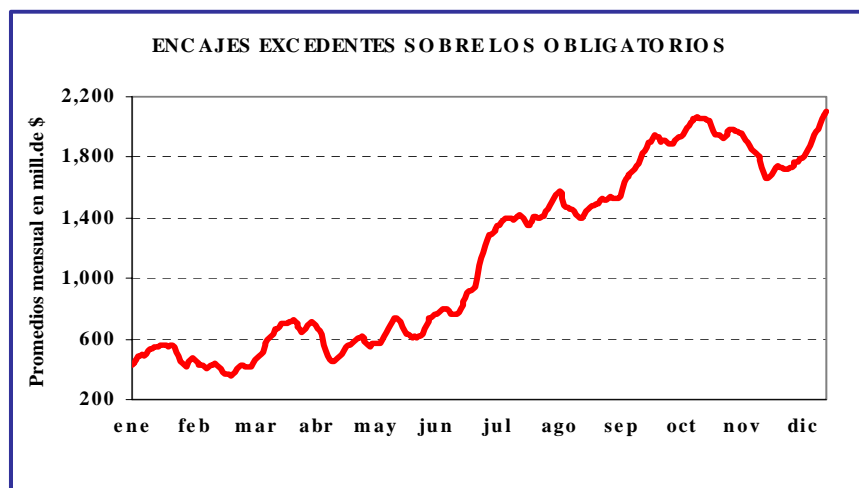


La importante reducción de los encajes obligatorios en moneda nacional se enmarca dentro de la política de fortalecimiento del segmento de moneda nacional.

La reducción de los encajes obligatorios recién hacia fines de año se estaría reflejando en una ligera reducción del multiplicador efectivo.

Parte del aumento del multiplicador podría asociarse a la existencia de una menor restricción crediticia en el mercado.

El mayor crecimiento del multiplicador monetario se procesó durante los meses de octubre y noviembre, período en el cual se produce una marcada caída de las reservas bancarias excedentes, comportamiento que podría estar asociado a una menor restricción crediticia. En efecto, en setiembre se produjo por primera vez desde comienzos del año 2002 una variación trimestral real positiva en el crédito en moneda nacional³ concedido por las instituciones bancarias. Si bien el crecimiento observado es muy leve, el mismo se aceleró ligeramente en los siguientes dos meses, manteniéndose estable en el mes de diciembre.



El aumento de las reservas excedentes en diciembre estaría relacionado con la mayor liquidez de los pasivos captados en dicho mes.

En este último mes, tal como puede observarse en la gráfica, volvieron a incrementarse las reservas bancarias excedentes por sobre los encajes obligatorios. La información preliminar disponible para el período sugiere que el mantenimiento de un mayor encaje técnico por parte de las instituciones estaría asociado a la estructura de pasivos captados en el período, caracterizados por un notorio aumento del grado de liquidez.

³ A los efectos del análisis se consideró el saldo bruto de las colocaciones en moneda nacional al sector privado no financiero deduciendo en todo el período de análisis el saldo del crédito en moneda nacional de las instituciones que fueron liquidadas a fines del 2002 y principios del 2003, así como se neutralizó el efecto de operaciones extraordinarias realizadas por algunas instituciones

Las proyecciones monetarias

Las metas para los próximos doce meses

Como fuera analizado anteriormente, el año 2003 se caracterizó por un aumento en términos reales del agregado monetario M1 en un contexto de evolución moderada de los precios. En este escenario el BCU consideró conveniente adoptar una política de sesgo expansivo a partir del segundo semestre del año.

Para el 2004 se proyecta un aumento de la demanda por M1 consistente con un escenario de crecimiento del producto y tasas de interés nominales decreciente hasta el tercer trimestre del año, cuando el período electoral determinaría un repunte de esta variable.

Tal como se analizó en el cuerpo de este informe, la tendencia decreciente que venía mostrando el componente común de las series de precios incluidas en el IPC, componente más asociado a la política monetaria, estaría dando signos de enlentecimiento, al tiempo que los precios mayoristas mostraron en el último trimestre del año una marcada tendencia creciente.

De acuerdo a la información ya difundida, el objetivo de inflación doce meses para el horizonte de proyección que abarca el presente informe se ubica en un rango entre 7% y 9%. Como fuera informado por el BCU, la encuesta selectiva de expectativas de inflación, indica que las expectativas inflacionarias del mercado se ubican significativamente por encima del objetivo de precios de la autoridad monetaria: 11%.

En este contexto, entendiendo que es competencia de la autoridad monetaria neutralizar las eventuales presiones que incidan sobre la dinámica que siguen los precios y considerando el desalineamiento existente entre las metas oficiales y las expectativas de inflación del mercado, el BCU entiende conveniente adoptar una política monetaria de sesgo más contractivo en la primera mitad del presente año, el cual se materializa en un ajuste a la baja en las metas previamente anunciadas:

METAS DE BASE MONETARIA		
Promedios en millones de \$		
Trimestre	Ultima anunciada	Meta revisada
I.2004	14,737	14,500
II.2004	15,011	14,117
III.2004	14,715	14,715
IV.2004		15,458

Las metas de BM adoptadas para el año 2004 son consistentes con un contexto de inflación entre 7% y 9% al cierre del horizonte de proyección.

Con el objetivo de neutralizar eventuales presiones sobre los precios y considerando las expectativas del mercado sobre la evolución de los precios, el BCU ajusta a la baja las metas monetarias del primer semestre.

**El BCU continuará
monitoreando
diariamente las
condiciones de
mercado.**

En consideración a los riesgos intrínsecos al régimen monetario vigente y a los márgenes propios de los supuestos de proyección sobre la base de los cuales se ha trabajado, el BCU continuará realizando un seguimiento cuidadoso de las condiciones del mercado monetario, adoptando las medidas que considere oportunas toda vez que los precios se aparten de la senda que se tiene como objetivo.