

DESARROLLOS RECIENTES EN LA POLITICA MONETARIA URUGUAYA¹

JULIO DE BRUN²

El 30 de diciembre de 2003, en su última reunión de ese año, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central del Uruguay (BCU) evaluaba la evolución de los precios en el último trimestre de 2003 y los riesgos que podían afectar el cumplimiento de la meta de inflación para el año 2004. Esta había sido establecida en un rango de 7% - 9% y anunciada unos días antes por el equipo económico en oportunidad de la presentación del programa macroeconómico para el año 2004, organizada por la Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa (ACDE).

Los riesgos no eran menores. La tendencia a la baja en la inflación medida por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) había empezado a frenarse en los últimos meses de 2003³. El aumento de los precios mayoristas, por su parte, mostraba claros signos de aceleración: desde 12% en el año móvil terminado en setiembre, a 20,5% en el año calendario 2003. Distintos factores, fundamentalmente externos, explicaban esta evolución y la posibilidad de su persistencia en el futuro. Entre ellos se destacaban el aumento de los precios de los *commodities* a nivel internacional, impulsados por el crecimiento de China, que se habían reflejado en una mejora de los precios de exportación para los productos agrícolas uruguayos, pero también en un aumento del precio internacional del petróleo. La mejora en el status sanitario de la carne uruguaya también alentaba una perspectiva de mejora en los precios de este producto, de fuerte incidencia

1 Basado en la exposición realizada con motivo de la apertura de las XIX Jornadas de Economía del Banco Central del Uruguay, 2 de agosto de 2004, con actualización de información hasta setiembre.

2 Presidente del Banco Central del Uruguay.

3 La inflación en períodos de doce meses bajó de 28,5% a 11,6% entre marzo y setiembre, pero en el trimestre siguiente la baja fue menos pronunciada, alcanzando 10,2% en diciembre.

en la canasta de consumo. Finalmente, la perspectiva de depreciación del dólar a nivel internacional, dada la situación del déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana, que se confirmaba aún más a nivel regional, donde los analistas coincidían en esperar una apreciación del real y el peso argentino, contribuían a redondear un escenario de riesgo de “inflación importada” que la política monetaria debía enfrentar.

No eran éstos, por otra parte, los únicos riesgos que la política económica debía enfrentar a inicios de 2004. En el plano internacional, las presunciones sobre una modificación en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos hacia un plano más restrictivo, con la consiguiente alza en los tipos de interés, generaba temores de una reducción en los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, complicando el financiamiento del sector público uruguayo, cuyas necesidades brutas de fondos para el año 2004 se estimaban inicialmente en mil millones de dólares. Dentro de ese escenario externo, no podían descartarse potenciales efectos negativos sobre los flujos de capitales a la región de las que en aquel momento eran tirantes relaciones entre Argentina y el FMI. Por último, la permanente situación de alerta a nivel internacional con relación a posibles actos terroristas es todavía un parámetro que afecta, al menos transitoriamente, el humor de los mercados.

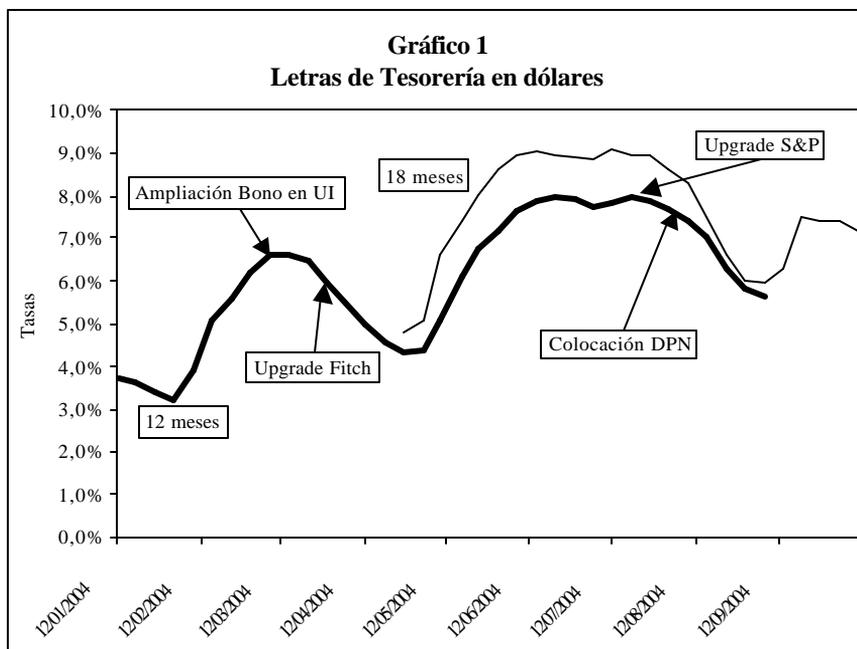
En el plano interno, no podía dejar de tenerse en cuenta la inestabilidad en los flujos de capital y la volatilidad en los distintos precios de activos financieros que suele caracterizar a Uruguay en años electorales. Esto no sólo podría afectar variables claves en los mercados financieros domésticos, como el tipo de cambio y la tasa de interés en moneda nacional, sino que constituía un factor de riesgo adicional en cuanto a la cobertura de las necesidades de financiamiento del sector público. Por último, la liberación de por lo menos un nuevo tramo de los depósitos reprogramados en el Banco de la República (BROU) debía ser cuidadosamente planificada, evitando que cualquier distorsión introdujera riesgos sobre la propia institución y sobre el conjunto del sistema.

La primer sección de esta nota describe cómo la política monetaria en particular, inscrita dentro de la política económica en general, permitió enfrentar eficazmente los riesgos descritos. La segunda analiza los objetivos y los instrumentos de la política monetaria en el año 2004. En la tercera, se describen los resultados en materia de inflación y otras variables financieras. La cuarta sección concluye con algunas reflexiones finales.

1. Algunos lineamientos estratégicos para el año 2004

Para enfrentar los riesgos mencionados, se contaba a principios de 2004 con algunos puntos de apoyo importantes. El crecimiento de la economía había ganado vigor a lo largo de 2003, con un promedio positivo para el año pese a un arranque con fuerte arrastre negativo, dada la profunda caída del PBI en 2002. La recuperación económica contribuyó a seguir mejorando la situación de las finanzas públicas, que ya habían mostrado significativos progresos en materia de reducción del déficit fiscal en el año 2003. La continuidad en la reducción del déficit fiscal, cayendo incluso por debajo de las proyecciones iniciales, fue uno de los factores que contribuyó tempranamente a disminuir las previsiones de necesidades de fondos para el sector público en 2004.

Además, se logró captar tempranamente los recursos necesarios para llenar la brecha financiera del sector público. En el mercado interno, la colocación de letras de tesorería en dólares a plazos de un año y más fue financiando las necesidades de fondos para 2004. Pero también constituyó un barómetro de los sentimientos del mercado respecto de la deuda emitida con vencimiento posterior al advenimiento del nuevo gobierno, el 1° de marzo de 2005. Como puede observarse en el Gráfico 1, el gobierno encontró durante todo el año un financiamiento accesible con este instrumento, con tasas que oscilaron según la coyuntura local e internacional, pero siempre dentro de parámetros consistentes con los *spreads* de la deuda uruguaya. En los primeros nueve meses del año, se logró una colocación neta de casi 100 millones de dólares en letras de tesorería, cuyo plazo residual promedio ha ido creciendo de 130 días a fines de 2003, a 276 días a fines de setiembre. Al cabo del año, el gobierno habrá podido financiar su déficit con la acumulación de caja previa efectuada en 2003 y con la recuperación de la asistencia a bancos en la crisis (en especial del BROU), dejando prácticamente inalterado su endeudamiento bruto (ver Cuadro N° 1).



Cuadro N° 1
FLUJO DE FONDOS DEL GOBIERNO CENTRAL - Año 2004
(En millones de U\$S)

Concepto	Ene-Set (P)	Oct-Dic (E)	Total
I. Fuentes de fondos	1966	334	2300
1. Desembolsos org. multilaterales	56	100	156
2. Emisiones de deuda	1709	84	1793
2.1. Doméstica moneda nacional	715	0	715
2.2. Doméstica moneda extranjera	578	84	662
2.3. Emisiones internacionales (1)	416	0	416
3. Utilización de disponibilidades	144	0	144
4. Otros (2)	57	150	208
II. Usos de fondos	1966	334	2300
1. Déficit gobierno central	269	78	347
2. Amortizaciones de deuda	1697	256	1953
2.1. Préstamos multilaterales y otros	179	101	280
2.2. Títulos en moneda extranjera	757	69	826
2.3. Títulos en moneda nacional	761	87	848

Fuente: Elaboración propia, BCU

Notas: (1) Incluye capitalización intereses Bono 2033

(2) Incluye recuperación asistencia a bancos

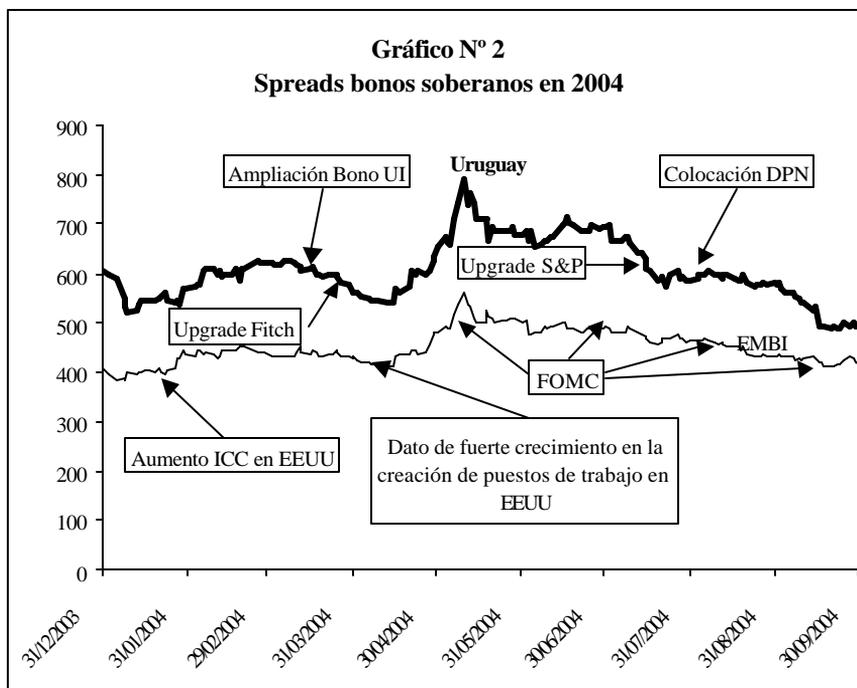
(P) preliminar, (E) estimado

Las necesidades de fondos del gobierno también se atendieron con incursiones en el mercado internacional. Éste estuvo caracterizado por una alta volatilidad, asociada a las expectativas de cambio en la política monetaria estadounidense. El temor de que un aumento en las tasas de interés norteamericanas afectara el flujo de capitales hacia los mercados emergentes fue particularmente intenso entre abril y junio⁴, reflejándose en un alza de los *spreads* que también afectó a Uruguay (ver Gráfico N° 2). De todos modos, el mercado ofreció oportunidades puntuales que fueron aprovechadas mediante la ampliación del Bono Global en Unidades Indexadas 2006⁵ (UI), efectuada el 11 de marzo y que implicó financiamiento por unos U\$S 100 millones, y la colocación de un bono en pesos protegido por devaluación⁶ (Devaluation-Protected Note, DPN), concretada el 5 de agosto por el equivalente a U\$S 250 millones. Uruguay se vio favorecido por la mejora en la calificación de riesgo de su deuda, que pasó de B- a B, efectuada por Fitch (el 29 de marzo) y Standard & Poors (el 21 de julio). Esto avaló una gradual reducción del diferencial de *spreads* entre Uruguay y el promedio de los emergentes, reflejado en el EMBI (145 puntos básicos de diferencia en el promedio de enero, contra 95 en el promedio de setiembre).

4 Los *spreads* de los bonos soberanos ya habían comenzado a aumentar en enero, tras la difusión el día 18 del dato que mostraba un fuerte aumento del Índice de Confianza del Consumidor en Estados Unidos, que hacía pensar en un fuerte crecimiento de la demanda interna en ese país, al que la autoridad monetaria debería responder con una política monetaria más restrictiva. Los temores de una respuesta agresiva por parte de la Reserva Federal ante las presiones inflacionarias derivadas de un crecimiento muy fuerte de la economía norteamericana se agudizaron a partir del 2 de abril, al conocerse el dato de marzo sobre creación de puestos de trabajo. La decisión del Comité Federal de Mercado Abierto del 4 de mayo era aguardada con expectativa, y bajo ese contexto los *spreads* de los bonos de emergentes, representados en el índice EMBI, aumentaron persistentemente entre mediados de abril y principios de mayo. La decisión de la Fed de mantener la tasa en 1% no tranquilizó a los mercados. Por el contrario, la afirmación de que la política monetaria acomodativa podría ser “removida a un ritmo mesurado” tuvo una reacción inicial de mayor inquietud. Sin embargo, la preparación del terreno por parte de la Fed mostró ser efectiva: cuando la tasa de referencia efectivamente comenzó a subir de a un cuarto de punto en las reuniones del Comité de 30 de junio, 10 de agosto y 21 de setiembre, la reacción del mercado fue casi nula. De hecho, parece haberse asimilado que el “ritmo mesurado” puede hacer más bien que mal para los mercados emergentes.

5 Este bono había sido originalmente colocado en octubre, por un monto equivalente a U\$S 200 millones.

6 Los DPN son bonos en pesos, cuyo cupón semestral es el mayor entre un cupón fijo en pesos de 17 3/4% anual, o la devaluación del período. De esta forma, el DPN asegura al inversor el mantenimiento del valor en dólares del capital invertido, en caso que en el semestre la devaluación anualizada supere el cupón del bono.



La presencia de Uruguay en los mercados internacionales tuvo efectos favorables sobre el comportamiento de los papeles locales. Tanto la ampliación del Bono en UI como la del DPN fueron seguidas por pronunciadas bajas en las tasas resultantes de las licitaciones de letras en moneda extranjera (Gráfico N° 1). En particular, el anuncio del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) de que la colocación del DPN había permitido cubrir las necesidades financieras del gobierno por el año 2004, contribuyó a aumentar la demanda por instrumentos de deuda uruguayos, lo que se reflejó en la tendencia a la baja de las tasas de letras de tesorería en agosto y setiembre, incluso cuando se discontinuaron las licitaciones de letras a un año, quedando el de dieciocho meses como único plazo. Estas colocaciones tienen el propósito de anticipar el fondeo de las necesidades financieras de 2005, previniendo cualquier corte en el acceso al mercado durante el período de transición gubernamental, e incluso en los primeros meses del próximo gobierno.

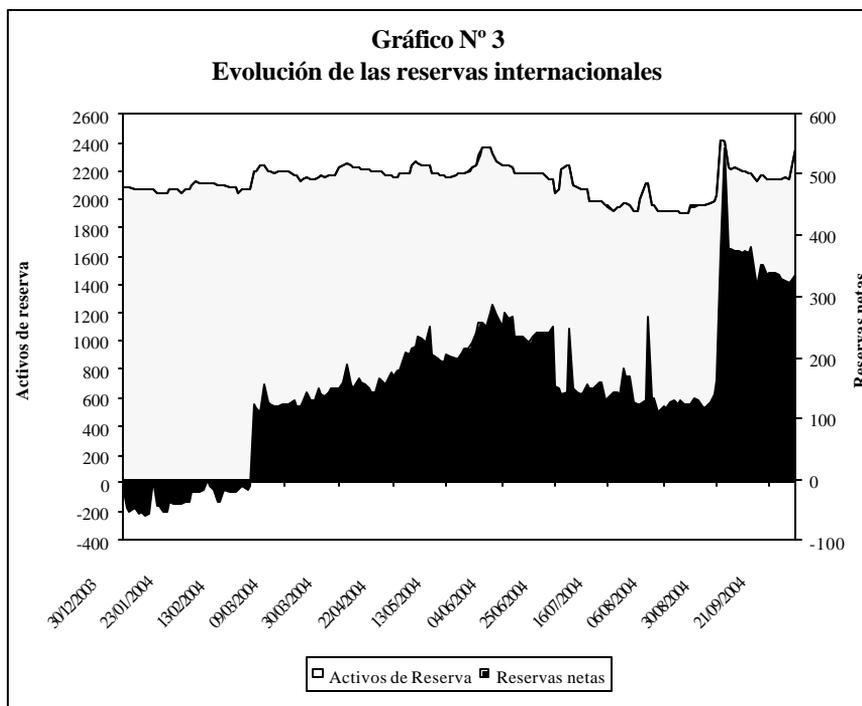
En el mercado financiero, la mejora de la liquidez de las instituciones bancarias ha permitido constituir una sólida defensa frente a cualquier

movimiento adverso en los depósitos en moneda extranjera, aún pese a que los bancos tienen una alta concentración en obligaciones a la vista. La acumulación de liquidez fue particularmente importante en el BROU, lo que le permitió anticipar el calendario de liberación de los depósitos reprogramados en agosto de 2002. La permanente información al público sobre la situación de liquidez del BROU, así como de su consolidación patrimonial tras la aprobación del fideicomiso de recuperación de activos en diciembre de 2003, contribuyeron a que la liberación del segundo tramo de depósitos pudiera efectuarse con una muy alta retención. Esto ambientó que en el cuarto trimestre de 2004 pudiera comenzar la liberación del tercer y último tramo, originalmente prevista para ser efectuada a partir de agosto de 2005.

La buena disponibilidad de liquidez en moneda extranjera en el sistema bancario, fruto del retorno de al menos parte de los depósitos que salieron durante la corrida de 2002, tiene su contrapartida en una situación holgada en materia de balance de pagos, por la vía de la cuenta capital, que en última instancia se refleja en las reservas internacionales del Banco Central. Pero como la acumulación de reservas resulta de la colocación de depósitos en moneda extranjera de los bancos comerciales en el Banco Central, se introduce un potencial problema de vulnerabilidad en el manejo de las reservas, ya que en definitiva están financiadas por depósitos a muy corto plazo del sistema bancario local, pudiendo erosionarse rápidamente en caso de una corrida bancaria, tal como ocurrió en 2002. Como el comportamiento del público mostró ser sensible a la reducción de las reservas internacionales en el año de la crisis, el Banco Central decidió, a partir de julio de 2003, reducir la dependencia de las reservas respecto de los depósitos del sistema bancario en la institución. En el caso de los depósitos *overnight*, las tasas fueron bajando desde 2% hasta 0,50% anual, y se mantuvieron en ese nivel aún después que la Reserva Federal comenzó a aumentar la tasa de los fondos federales. Esto incentivó a que las instituciones bancarias redujeran sus depósitos libres (esto es, en exceso al encaje mínimo obligatorio) en el Banco Central, colocándolos en el exterior.

Como el Banco Central sustituyó esa salida con compras de dólares en el mercado y desembolsos del Fondo Monetario Internacional, logró una estructura de financiamiento de las reservas con un perfil de mayor plazo y un mejor margen de cobertura de las reservas respecto de los derechos de los bancos comerciales contra el Banco Central. En el Gráfico N° 3 se muestra una evolución relativamente estable de los activos de

reserva y un marcado crecimiento de las reservas netas de depósitos de los bancos en el Banco Central, desde valores ligeramente negativos a comienzos del año hasta un nivel superior a los US\$ 300 millones en el tercer trimestre.



Esta estrategia contribuyó a reducir significativamente la vulnerabilidad de las reservas ante fluctuaciones en los movimientos de capital, ya que los depósitos de los bancos en el exterior constituyen su primer recurso en caso de una eventual corrida. Además, el aumento de las reservas netas de derechos de los bancos contra el Banco Central le permite a éste tener una mejor capacidad de respuesta como prestamista de última instancia en algún caso extremo de insuficiencia de liquidez de una institución.

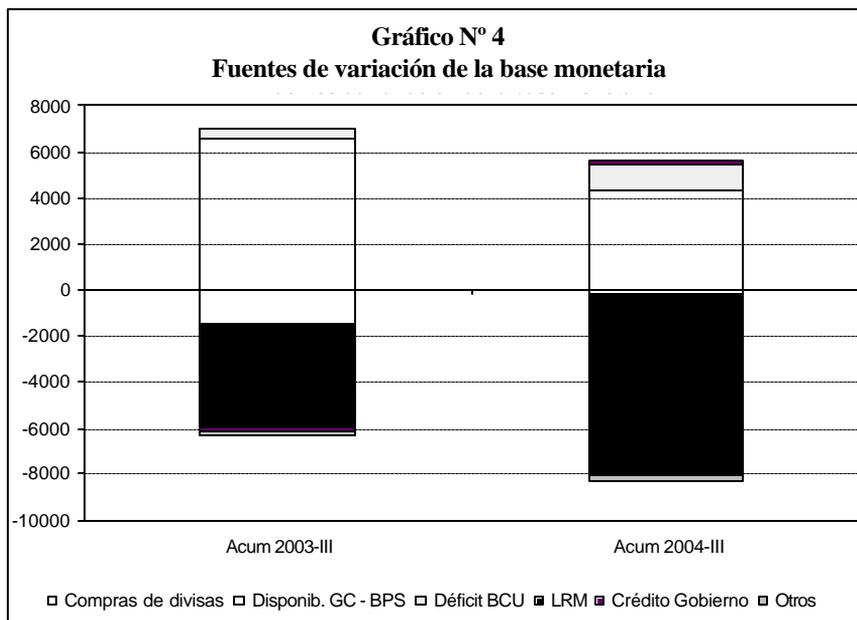
Otro aspecto relacionado con el nivel de las reservas internacionales y su composición era la necesidad del Banco Central de efectuar

intervenciones esterilizadas⁷ en el mercado de cambios, con el fin de compensar las pérdidas en moneda extranjera de la institución. En efecto, dado que el costo financiero de las deudas en moneda extranjera es mayor que el rendimiento obtenido sobre los activos, básicamente las reservas internacionales, el Banco Central sufre un resultado neto negativo en moneda extranjera que, de no ser compensado mediante compras de dólares, conduce a una pérdida de reservas internacionales y de posición en moneda extranjera. Como la presencia del Banco Central en el mercado de cambios suele ser esperada por el mercado y podía constituirse en un factor adicional de presión contra el peso uruguayo en un año de incertidumbre política, se procuró actuar sobre las expectativas a través de un temprano anuncio del total de compras de divisas que el Central efectuaría en el año y de la concreción de la mayor parte posible de esas compras en la primera mitad del año. De hecho, el volumen de compras anunciado (cien millones de dólares) era de por sí una señal de baja presencia del Banco Central en el mercado durante el año 2004, si se lo comparaba con la intervención bruta del año anterior, que había sido necesaria para mejorar simultáneamente el nivel de reservas, su capacidad de cobertura respecto de las obligaciones en moneda extranjera con el sistema bancario y la posición en moneda extranjera.

La concentración de las compras de dólares en la primera mitad del año permitía, además, administrar la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) evitando la necesidad de incrementar su stock en la cercanía de las elecciones, que podía ser el momento de mayor sensibilidad en el mercado. De esta forma el Banco Central adquiría el mejor control posible de la situación, sin comprometer las metas anunciadas, en el período donde se podrían haber sentido las mayores presiones contra el peso uruguayo, tanto en lo que respecta al tipo de cambio como a la tasa de interés. El Gráfico N° 4 compara las fuentes de variación de la base monetaria en los primeros nueve meses de 2003 y 2004, donde se aprecia la reducción de las compras de divisas como componente expansivo (lo que se acentuará al compararse el año completo, ya que no aparecen las fuertes compras de dólares del cuarto trimestre de 2003). En contrapartida,

7 Como el déficit por las operaciones en moneda nacional del Banco Central previsto para el 2004 era por sí solo mayor que la expansión de base monetaria prevista en el programa, las compras de dólares asociadas a la reposición de los resultados negativos en moneda extranjera tienen que ser esterilizadas mediante la colocación de instrumentos de regulación monetaria.

las LRM aparecen con mayor intensidad como factor contractivo, lo que se atenuará en la comparación del año completo, ya que para el cuarto trimestre de 2004 está prevista una amortización neta de LRM⁸.



La temprana solución de las necesidades de financiamiento del sector público, de compras de divisas y la reducción de la vulnerabilidad de las reservas ante cualquier evento que afecte negativamente el flujo de capitales, en particular en lo referente a los depósitos bancarios, dieron respuesta a una de las funciones básicas del Banco Central: asegurar el normal funcionamiento de los pagos externos. Con una situación de balance de

8 El mayor monto de colocación de LRM en los primeros nueve meses de 2004 también responde al distinto comportamiento de la base monetaria. Mientras ésta se redujo \$ 2,7 mil millones en los primeros nueve meses de 2004, en el mismo período de 2003 había aumentado en \$ 681 millones. Esto obedece a que en el 2004 la expansión de los agregados monetarios está dominada por el aumento del multiplicador de la base monetaria, asociado a la reducción de la liquidez excedente de los bancos (véase Gráfico N° 5). Otro factor a considerar es que en 2003 el aumento de disponibilidades del gobierno central había contribuido como componente contractivo de la base, mientras que en 2004 el superávit por las operaciones en pesos del gobierno se destinó a la amortización de deuda en moneda nacional.

pagos consolidada, el Banco Central obtuvo un mayor margen de maniobra para implementar una política monetaria acorde con su otra finalidad esencial: velar por la estabilidad de la moneda nacional.

2. Política monetaria: Objetivos e instrumentos

Durante el año 2003, el eje de la política monetaria estuvo basado en el cumplimiento estricto de las metas de base monetaria anunciadas a fines del año anterior. Tal decisión no fue ajena al entorno macroeconómico de aquel entonces. Luego de abandonado el esquema de metas cambiarias en 2002, el Banco Central debía comenzar a construir credibilidad en torno a su adhesión a un ancla nominal alternativa, como la cantidad de dinero. Por ello se trazó un margen de desvío nulo respecto del objetivo explícito de metas de base monetaria, por más que la evolución de la inflación en ese año, muy por debajo del margen indicativo de 24% - 30% anunciado a comienzos de año, hubiera permitido una revisión al alza de las metas de base.

También debe señalarse que desde el punto de vista de las preferencias de las autoridades del Banco Central, no existe simetría respecto del signo del desvío de la inflación. La fuerte baja de la tasa de inflación en 2003 fue bienvenida, y sólo se aprovechó el margen de maniobra ofrecido por una demanda de dinero superior a la originalmente esperada para facilitar la creación secundaria de dinero por parte del sistema bancario, a través de la reducción del encaje mínimo obligatorio (EMO) en moneda nacional, ubicándolo sustancialmente por debajo del correspondiente a moneda extranjera. Esta decisión era funcional al objetivo del Banco Central de generar un marco regulatorio que incentivara la desdolarización de la economía. La medida no provocó un aumento inmediato del multiplicador efectivo de la base monetaria, ya que los bancos retuvieron voluntariamente la mayor liquidez disponible. Como se observa en el Gráfico N° 5, los excedentes de los bancos sobre el EMO crecieron sustancialmente entre julio de 2003 y enero de 2004.



Los progresos en materia de reducción de la inflación en 2003 plantearon a las autoridades económicas el desafío de mantener esa tendencia en 2004, retornando a niveles de inflación de un dígito. Es así que el equipo económico acordó una meta de inflación de 7% - 9% para el año 2004, en base a la cual el Comité de Política Monetaria determinó la trayectoria de base monetaria para ese año. Pero desde el punto de vista del Banco Central, esa meta de inflación comenzaba a introducir un matiz en cuanto a las prioridades de la Institución. A partir de diciembre de 2003, la autoridad monetaria comenzó a transmitir la idea de que el énfasis pasaba a estar más sobre el cumplimiento de la meta de inflación que sobre el mantenimiento de la trayectoria de base monetaria anunciada. A diferencia de lo ocurrido en 2003, se preveía que en las sucesivas reuniones del Comité de Política Monetaria se analizaría el comportamiento de la inflación y la naturaleza de los posibles desvíos respecto de lo proyectado, abriéndose la puerta a modificaciones en la trayectoria de base monetaria toda vez que fuera necesario introducir correctivos. Si bien el Banco Central entendió que no estaban dadas todas las condiciones para la adopción a pleno de un régimen de “inflation targeting”, este cambio en las prioridades constituía el primer paso en esa dirección.

Esta decisión no estaba exenta de riesgos para el Banco Central. En primer lugar, dada la larga tradición en el uso del tipo de cambio como ancla nominal del sistema, se carece de evidencia suficiente acerca del comportamiento de la demanda de dinero y de las relaciones de causalidad entre dinero y precios bajo un esquema de flotación cambiaria. En segundo lugar, a la cautela en las estimaciones de la demanda de dinero se agrega la variabilidad en la relación entre el agregado monetario considerado relevante para la determinación del nivel de precios (el M1, esto es, circulante en poder del público más depósitos a la vista en moneda nacional del sector privado no financiero) y la variable monetaria sobre la que el Banco Central puede ejercer control efectivo, esto es, la base monetaria. Dicha relación, el multiplicador de la base monetaria, depende de dos parámetros que están en un proceso de cambio. Por un lado, la relación de circulante a depósitos ha venido decreciendo luego de la crisis de 2002, cuando la desconfianza en el sistema bancario había provocado un aumento en el uso del circulante. Pero de mayor significación aún ha sido el cambio en el comportamiento de los bancos en cuanto al uso de su liquidez. Luego de que la reducción del EMO por parte del Banco Central en el segundo semestre del 2003 se viera reflejada básicamente en un aumento de la liquidez excedente de los bancos, ésta se redujo sensiblemente en la primera mitad de 2004, aumentando con ello el valor del multiplicador de la base monetaria.

Estos elementos han obligado al Banco Central a tener bajo constante observación la compatibilidad de las metas de base monetaria anunciadas con el objetivo de inflación deseado, ya sea para examinar la adecuación de las proyecciones de demanda de dinero y efectuar eventuales revisiones de la estimación del crecimiento de M1, o dado el M1 estimado, para corregir las metas de base monetaria ante modificaciones del valor del multiplicador.

A estas perturbaciones de tipo “monetario”, se suman otros factores que afectan la dinámica de corto plazo de la inflación, más allá de que a la larga su efecto tiende a diluirse. En esta categoría se encuentra el encarecimiento de los costos de la energía que Uruguay debió sufrir en 2004, por el aumento de los precios internacionales del petróleo y por la menor disponibilidad de agua para la generación de hidroelectricidad. También aparece aquí el impacto sobre los precios domésticos de la mejora en el precio internacional de algunos productos agropecuarios, particularmente la carne dada su incidencia en la canasta de consumo, así

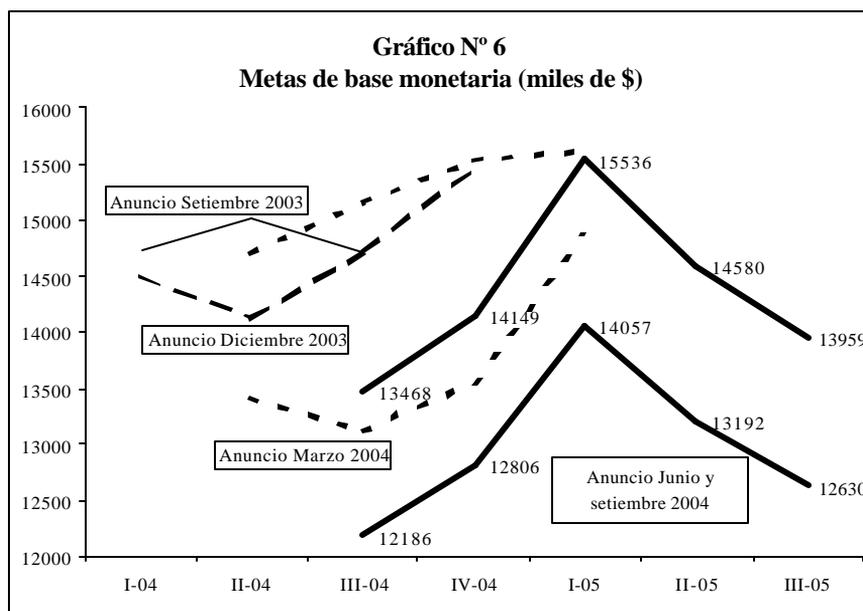
como factores de oferta que en algunos momentos presionaron al alza los precios de las frutas y verduras.

El Banco Central entendió que si bien el objetivo para el año 2004 suponía una inflación baja dada la experiencia uruguaya de los últimos cincuenta años, era lo suficientemente alto como para permitir “acomodar” los shocks externos y de oferta mencionados, debiéndose procurar minimizar el desvío en la inflación de 2004 respecto de la meta original. Pero simultáneamente, debía comunicarse que los efectos de la política monetaria sobre la inflación toman tiempo en tener los efectos esperados, por lo que el énfasis debía estar puesto sobre un horizonte lo suficientemente largo como para apreciar el impacto de las decisiones adoptadas. De allí que las decisiones del Comité de Política Monetaria respecto de la trayectoria futura de la base monetaria mantienen siempre un horizonte de un año, indicando junto con las metas de base cuál es la inflación objetivo de los próximos doce meses, sin incluir revisiones sobre anuncios hechos previamente para otros períodos. De esta manera, el Banco Central busca que la atención se ponga sobre el objetivo de largo plazo respecto de la inflación y que se interprete que los eventuales desvíos en los objetivos previos se corregirán para lograr la convergencia a aquel.

Para adaptarse a los cambios en los escenarios previstos y lograr la convergencia a la inflación de largo plazo buscada, el Banco Central debía tener entonces la suficiente flexibilidad como para modificar los anuncios previos en materia de base monetaria, en caso de que por cambios en la demanda de dinero, del multiplicador u otros factores no monetarios que perturben transitoriamente la dinámica de los precios, se generen presiones inflacionarias que pongan en riesgo los objetivos planteados. Es así que en la reunión del Comité de Política Monetaria de 30 de diciembre de 2003 se redujeron las metas puntuales de base monetaria para el primer y segundo trimestre de 2004 respecto de las acordadas en la reunión de 15 de octubre, manteniendo la del tercero e incorporando una proyección para el cuarto. Pero en la siguiente reunión, de fecha 20 de febrero de 2004, se redujo nuevamente la meta para el primer trimestre⁹. En la reunión de 2 de abril,

9 El 15 de octubre de 2003 se dispuso una meta (promedio) de \$ 14.737 millones para el primer trimestre y de \$ 15.011 millones para el segundo. El 30 de diciembre estas metas se redujeron a \$ 14.500 y \$ 14.117 millones respectivamente. La meta del primer trimestre se volvió a reducir a \$ 13.950 millones tras el Comité de 20 de febrero.

cuando se acordaron los objetivos para el año móvil abril 2003 – marzo 2004, se decidió sustituir los anuncios de metas puntuales de base monetaria por un rango para cada trimestre, a fin de reforzar la idea de que el énfasis del Banco Central estaba puesto en el cumplimiento del objetivo de inflación y anunciar su disposición a moverse dentro de determinado rango de metas de base monetaria con ese fin. Pero en la reunión del Comité de Política Monetaria de 6 de julio de 2004, luego de haber terminado el segundo trimestre con un nivel de base monetaria ubicado en el extremo inferior del rango acordado previamente y detectando la persistencia de presiones inflacionarias, se resolvió modificar nuevamente los límites de la trayectoria de la base para los siguientes doce meses. Recién en la reunión de 28 de setiembre se mantuvo el rango aprobado hasta junio de 2005, extendiendo las metas hasta el tercer trimestre de ese año, con el propósito de alcanzar una inflación entre 6% y 8% en los doce meses terminados en setiembre de 2005 (ver Gráfico N° 6).



Finalmente, debe tenerse en cuenta que la política monetaria debía ser consistente con la estrategia descrita en la primer parte para enfrentar potenciales problemas de balance de pagos. Para entender los resultados de la política monetaria en 2004 es necesario considerar simultáneamente

el contexto electoral, las condiciones de acceso al mercado internacional, las decisiones del COPOM y la evolución de la liquidez excedente (sobre el Encaje Mínimo Obligatorio, EMO) de los bancos. Recordemos que a comienzos de ese año el sector público (incluido el BCU) debía enfrentar vencimientos de deuda de corto plazo, expresada en letras en moneda nacional y extranjera, de poco más de mil millones de dólares, mayoritariamente en poder de residentes. Un panorama financiero externo adverso podría complicar la renovación de esos títulos, en un momento donde el mercado local podría estar sensible a las señales del proceso electoral. Además, si se restringe el acceso al mercado de capitales internacional, el gobierno debería cubrir sus necesidades de moneda extranjera con compras en el mercado, con recursos provenientes de su superávit en pesos más la captación de financiamiento en moneda nacional, generando eventualmente un panorama de alza de tasas en pesos y depreciación de la moneda local. El exceso de liquidez en el sistema bancario es, por su parte, el vehículo para una conducta especulativa basada en ese escenario, por lo que su costo de oportunidad se ve incrementado por cualquier novedad que confirme un escenario complicado para la renovación de la deuda de corto plazo. Las reducciones en la meta de base monetaria dispuestas en el COPOM tuvieron como objeto destruir ese vehículo.

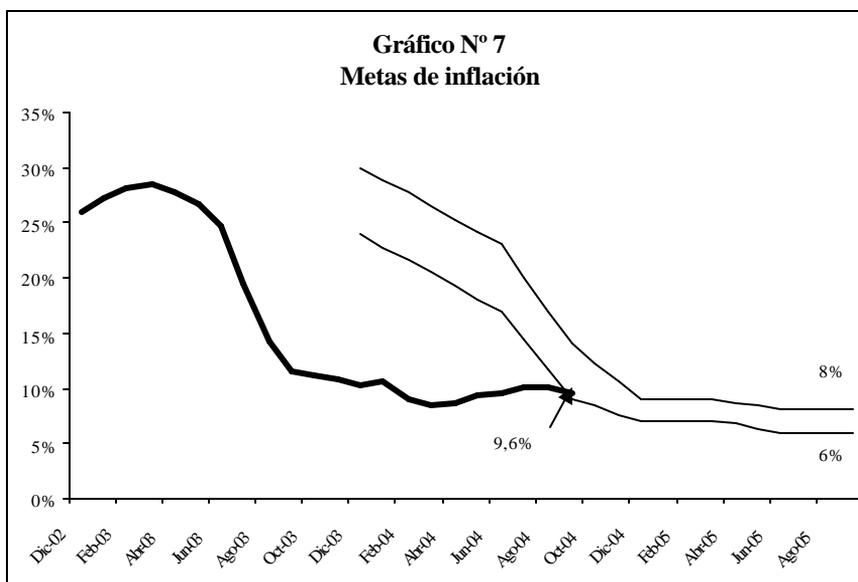
3. La inflación en 2004

La evolución de la tasa de inflación en los últimos dos años reconoce tres etapas bien marcadas. El objetivo de la política monetaria en 2004 fue dar inicio a una cuarta, que apenas empieza a insinuarse. La primera etapa se concentra en el tercer trimestre de 2002, cuando por efecto del salto en el tipo de cambio tras el abandono de la banda cambiaria y la expansión monetaria asociada al pago de las cuentas corrientes y cajas de ahorro en pesos de los bancos entonces suspendidos, la tasa de inflación trepó a un 71% anualizado, tras el 8,9% de los doce meses terminados en junio de 2002. El estricto control monetario aplicado desde setiembre de 2002 permitió que la inflación descendiera inmediatamente, alcanzando un 11,6% en los doce meses terminados en setiembre de 2003¹⁰. A partir de ese momento

10 Como los datos mensuales de inflación siguieron siendo más altos que los de un año atrás entre octubre de 2002 y marzo de 2003, la variación en los precios al consumo en períodos de doce meses aumentó sistemáticamente hasta allí, alcanzando un máximo de 28,5%.

el descenso de la variación interanual de los precios al consumo se hace más lento primero y se revierte después, hasta ubicarse en torno al 10% anual.

La caída de la inflación durante 2003 fue tan pronunciada que se ubicó por debajo de los objetivos que se habían planteado originalmente (rango de 24% - 30% para el año 2003, ver Gráfico N° 7). Pero diversos factores, entre los que se destacan: i) la evolución de los precios internacionales de los productos de exportación uruguayos, especialmente los de origen agropecuario; ii) el aumento en los costos de la energía, tanto por lo ocurrido con el precio internacional del petróleo como con el aumento de los costos de generación de energía eléctrica por las menores lluvias; y iii) las propias presiones de aumentos de costos internos asociadas con la fuerte recuperación de la demanda doméstica, constituían factores de riesgo que podían hacer peligrar la meta de 7% - 9% de inflación para el 2004. De hecho, la evolución de la inflación hasta agosto hacía dudar de la posibilidad de cumplimiento de dicha meta.



Puede argumentarse que el aumento de la inflación hasta agosto estaba asociado al comportamiento de algunos precios volátiles, como los de la energía y algunos alimentos, como las frutas y verduras, que por ser

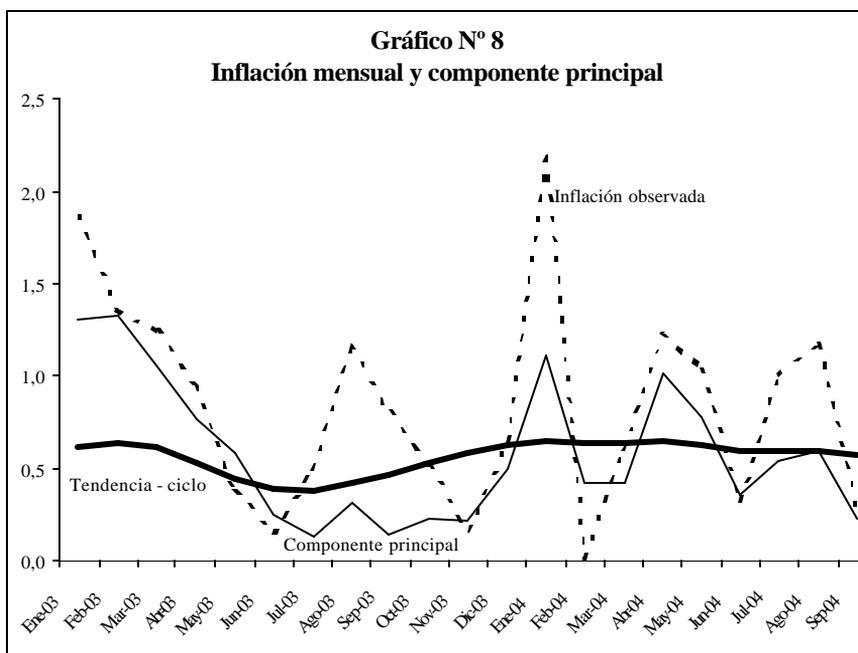
de naturaleza transitoria no afectan la tendencia de largo plazo de la inflación. Incluso el aumento en el precio de la carne estaba asociado a una situación favorable en el mercado internacional, que no era de esperar que provocase nuevos incrementos en el futuro.

A efectos de corregir el aumento de precios mensual observado por el contenido informativo que sobre la tendencia general de la inflación tienen los diversos precios que componen la canasta del Índice de Precios al Consumo (IPC), se ponderó cada rubro por su contribución a la tendencia general, utilizando el método de componentes principales¹¹. Así, en un mes como enero, cuando la variación de precios medida por el IPC alcanzó un registro de 2,2%, la estimación de “inflación subyacente” a través del método de componentes principales fue de sólo 1,1%. El acumulado del aumento de precios de los primeros nueve meses del año según el IPC fue del 8,1%, mientras que corrigiendo las ponderaciones de los rubros por su contribución a la tendencia general la variación acumulada en el año fue de 5,6%. Considerando períodos de doce meses, la variación del IPC a setiembre fue de 9,6%, contra 6,6% de la mencionada medición de “tendencia” o “subyacente”.

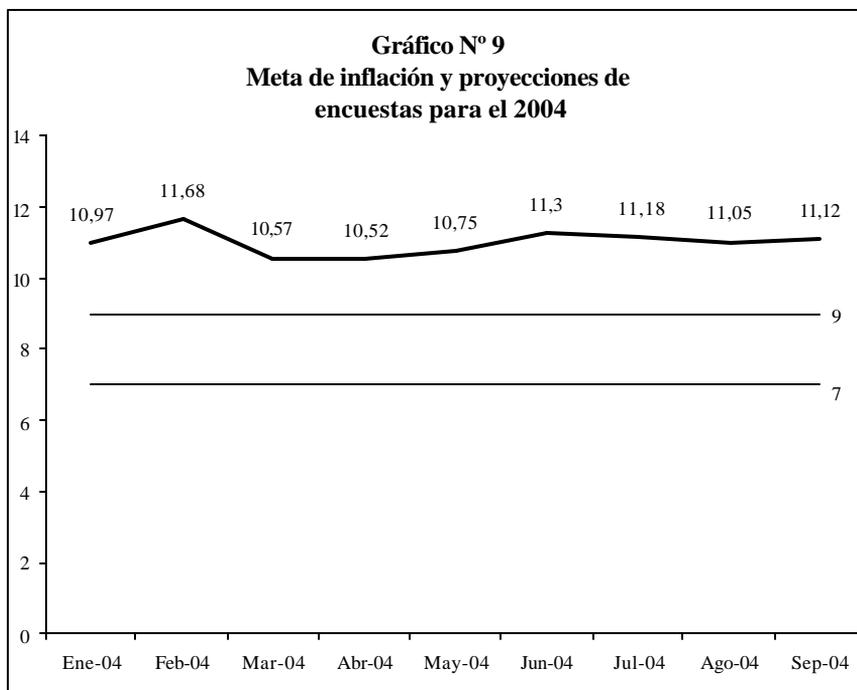
Los guarismos anteriores sugieren que, si bien había riesgos de que los aumentos en algunos rubros pusieran la trayectoria del IPC fuera del objetivo establecido para 2004, corrigiendo el comportamiento de los precios volátiles por su contribución a la tendencia de la inflación se obtenía un registro consistente con las metas previstas para este año. Sin embargo, un análisis más cuidadoso muestra que los valores de inflación “subyacente” estimados, aún cuando menores a los de la inflación observada, mostraban desde el último trimestre de 2003 una tendencia al alza, una vez que se calcula el componente de tendencia – ciclo de esa variación mensual (Gráfico N° 8). Esta tendencia alcista, que se registra aún corrigiendo por el comportamiento de algunos precios volátiles, es un elemento de riesgo a

11 El método de componentes principales procura sintetizar el contenido informativo de un conjunto de variables mediante una función lineal de un número reducido de variables. En este caso, las variables son el conjunto de rubros que integran el IPC, y se obtiene un alto grado de explicación de la variabilidad general de estos rubros mediante el primer componente principal, que da lugar a un vector de ponderaciones de los rubros que integran la canasta del IPC, cuya importancia relativa no está dada por la participación de cada rubro en la canasta de consumo, como en el IPC, sino por su contribución a explicar la variabilidad del índice global.

tener en cuenta por la política monetaria ya que revela presiones inflacionarias en la economía cuya eliminación por la vía de un endurecimiento, cuanto más se demore en el tiempo, mayor sacrificio implica en términos de variabilidad de precios relativos y nivel de actividad.



Otro elemento de alerta en este sentido era el resultado de las encuestas mensuales sobre expectativas de inflación que el Banco Central viene efectuando desde comienzos de 2004 entre destacados economistas uruguayos. Como se observa en el Gráfico N° 9, la inflación esperada en promedio por los encuestados para este año ha estado sistemáticamente por encima de la meta anunciada por las autoridades económicas. Esta discrepancia entre las expectativas de los principales formadores de opinión y los objetivos del Banco Central puede generar excesivos costos de ajuste en la economía una vez que se incorporan al proceso de formación de precios y salarios, por lo que es deseable una rápida convergencia.

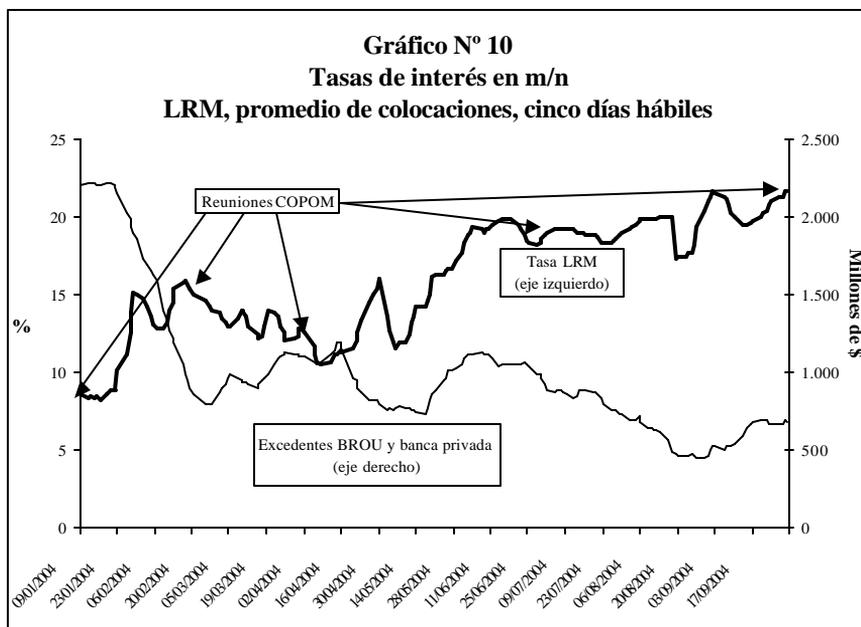


Esta situación justificaba las revisiones a la baja en las metas de base monetaria establecidas por el Comité de Política Monetaria en la primera mitad del año. Si bien la caracterización de tono “restrictivo” de la política monetaria fue frecuentemente utilizado en las comunicaciones públicas de dichas decisiones, es difícil caracterizar de “restrictiva” o “expansiva” a la política monetaria cuando el instrumento de la misma es la cantidad de dinero. De hecho, la señal sobre el tono “restrictivo” de la política estaba dado por la revisión a la baja de metas anunciadas previamente, pero en sentido estricto es necesario cotejar la evolución de la oferta de dinero con la demanda. Si la oferta de base monetaria se revisa a la baja en atención a una caída en la demanda de base, la política monetaria no es “restrictiva” en el sentido de disminuir los medios de pago disponibles por debajo de los solicitados por el público. Una decisión de ese tipo no debería, incluso, tener efectos sobre la tasa de interés nominal. En lo que respecta a la inflación, más que presionarla a la baja por un eventual efecto sobre la demanda agregada, esa “adaptación” sólo evita presiones derivadas de un desajuste en el mercado de dinero.

Los efectos del carácter “restrictivo” de la política monetaria se manifiestan, en realidad, en la reducción de la liquidez excedente de los bancos, según se ilustra en el Gráfico N° 5. El aumento en la colocación de LRM y la reducción de base monetaria que ello conlleva tuvieron como contrapartida una reducción de la disponibilidad de los bancos, lo que implicó un incremento en el valor del multiplicador de la base en el primer semestre. De esta forma, la disminución en las metas de base monetaria no impidió que agregados monetarios más amplios y más relacionados con el volumen de transacciones de la economía, como el M1, crecieran en el primer semestre del año a tasas interanuales similares a la del producto nominal¹². Recién en el tercer trimestre se detectan indicios de que el crecimiento interanual de M1 se ubicó significativamente por debajo del aumento del PBI nominal, lo que está asociado a la decisión del Comité de Política Monetaria de contener cualquier difusión de los aumentos de tarifas públicas e incrementos estacionales en el precio de la carne hacia el resto de los precios de la economía.

Sin embargo, la reducción de la liquidez excedente de las instituciones bancarias tuvo un papel importante en el desempeño de la política monetaria en el año 2004. En el Gráfico N° 10 se muestra la evolución de las tasas de las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos a lo largo del año 2004, destacándose el marcado ascenso de 9% a 15% en la segunda quincena de enero, su retroceso posterior hasta mediados de abril, el rápido ascenso al entorno del 20% alcanzado a principios de junio, y un nuevo ascenso de unos ciento cincuenta puntos básicos ocurrido durante setiembre. Se aprecia en el Gráfico N° 10 que las decisiones del COPOM tuvieron en general como consecuencia una reducción de la liquidez de los bancos, lo que a su vez impactó sobre el costo del dinero. Es así que se constata, como se aprecia en el Gráfico N° 10, que el aumento en la tasa promedio de las LRM de enero y abril – mayo, así como la firmeza en niveles entre 19% y 20% entre junio y agosto, coinciden con significativas reducciones de la liquidez excedente (sobre el Encaje Mínimo Obligatorio, EMO) de los bancos.

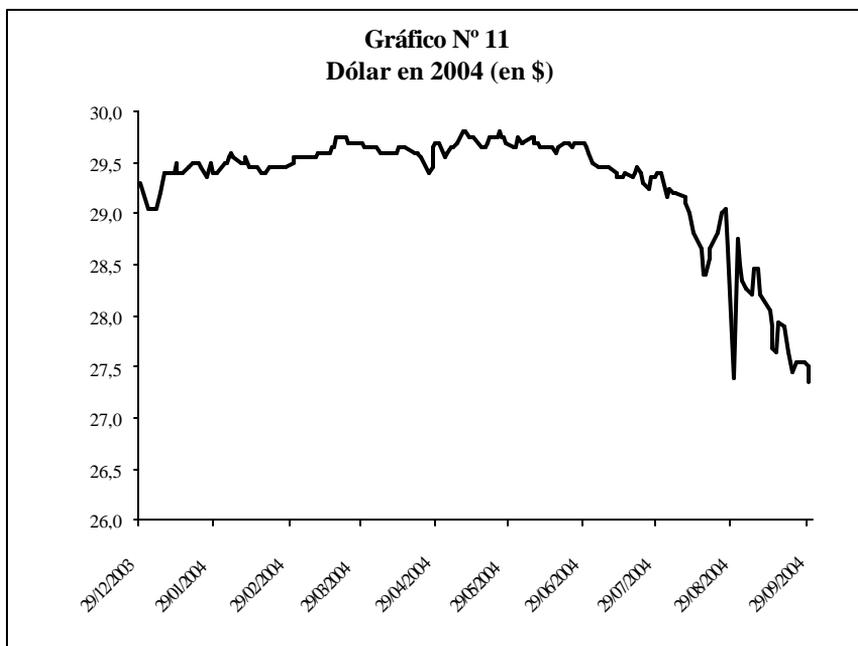
12 El M1 creció un 25,3% y un 23,1% en el primer y segundo trimestre respectivamente con relación al mismo período del año anterior, mientras que el PBI nominal lo hizo a tasas del 24,5% y 23,6% en los mismos períodos. En el tercer trimestre, el crecimiento interanual del PBI nominal habría sido nuevamente superior al 20%, mientras que el M1 creció 17,7%.



No todo el movimiento en las tasas de interés en pesos debe atribuirse a los efectos de la política monetaria sobre la liquidez excedente en el mercado. Las novedades en el mercado internacional, leídas por los agentes económicos bajo un escenario de incertidumbre electoral también influyeron en la determinación de la tasa de interés en pesos, en consonancia con los movimientos de las tasas internacionales. Los aumentos en los *spreads* soberanos en los mercados emergentes en enero - febrero y abril - mayo (Gráfico N° 1) se reflejan en un alza de las tasas de las letras en pesos, así como también, con sentido contrario, el momentáneo alivio experimentado en marzo tras el éxito en la ampliación del bono en UI y el *upgrade* de Fitch para Uruguay.

La descripción de lo ocurrido con las variables financieras y la influencia de la política monetaria y las expectativas se completa con el comportamiento del tipo de cambio. Hasta mayo, aunque con oscilaciones, el peso uruguayo tendió a depreciarse levemente, en un contexto de tasas en pesos hasta ese momento crecientes, con reducción de liquidez excedente de los bancos y panorama externo incierto para los mercados emergentes (Gráfico N° 11). Ese panorama, sumado a las expectativas de una mayor presión contra el peso uruguayo en la cercanía de las elecciones, se reflejó

en un aumento de las posiciones compradas en dólares, demandando un mayor rendimiento por la moneda nacional, sosteniendo de esa forma el valor de la moneda estadounidense. La revisión a la baja de las metas de base monetaria permitió, en ese período, contener lo que de otro modo hubiera sido una depreciación aún mayor del peso.



El tono restrictivo de la política monetaria que, como se señaló antes, se acentuó en julio, comenzó a minar la fortaleza del dólar, pese a los intentos del sector privado financiero y no financiero de sostener la paridad, ante una expectativa de mayor devaluación futura. Es en ese momento que el Banco Central completa sus necesidades de compras de dólares para el año, oportunamente anunciadas. El éxito de la colocación del bono global a comienzos de agosto termina por desvanecer la presión especulativa contra el peso uruguayo, con una reversión de las expectativas que da inicio a un marcado proceso de apreciación de nuestra moneda.

Del análisis conjunto de lo ocurrido con los agregados monetarios más amplios con relación al producto, la evolución de la liquidez excedente

de los bancos, la situación de los mercados financieros internacionales y la tasa de interés en pesos, puede concluirse que en la primera mitad del año el Banco Central condujo una política monetaria moderadamente restrictiva, que explicó parcialmente la suba en la tasa de interés en pesos (otra parte de la historia debe atribuirse al alza en los *spreads*) y que permitió atenuar el impacto inflacionario del aumento de los costos de la energía y de los precios internacionales de algunos productos agrícolas. En el tercer trimestre, ya con una situación más benigna de los *spreads* externos, las tasas en pesos se sostuvieron debido a que el tono restrictivo de la política monetaria se acentuó. Favorecido por un cambio de las expectativas luego de la colocación del bono global en agosto, reflejado en una apreciación del peso uruguayo respecto al dólar, se empieza a configurar un nuevo escenario que estaría permitiendo revertir las presiones inflacionarias de los primeros ocho meses, poniendo la inflación en la senda de largo plazo prevista por el Banco Central.

4. Consideraciones finales

La política monetaria implementada a partir de 2002 debió enfrentar en 2004 el desafío de las presiones inflacionarias externas derivadas del aumento en los precios del petróleo y otros productos agrícolas. Eso se sumaba a las incertidumbres características de los años electorales, que suelen afectar el comportamiento de las variables financieras y a un panorama cambiante en el acceso de los países en desarrollo a los mercados de capital.

A juzgar por los resultados observados hasta setiembre, el logro de objetivos en materia de inflación bajo un esquema de flotación cambiaria con control de agregados monetarios puede considerarse aceptable, aún teniendo en cuenta las dificultades asociadas a este instrumento, como la apropiada estimación de la demanda de dinero, la estabilidad y previsibilidad del multiplicador y el posiblemente prolongado rezago de los efectos de la política monetaria sobre los precios.

El reconocimiento de esas dificultades llevó al Banco Central a adoptar un esquema más flexible en cuanto a la determinación de metas de base monetaria, efectuando correcciones periódicas cada vez que se considerara necesario para asegurar un razonable cumplimiento de las metas de inflación.

Debe señalarse que la capacidad de control del Banco Central sobre el comportamiento de las variables financieras se vio facilitada por la temprana solución de las necesidades de financiamiento del sector público, que contribuyó a eliminar riesgos asociados a la situación del balance de pagos. La prudencia fiscal permitió también cumplir con las metas pactadas con el Fondo Monetario Internacional, lo que aseguró desembolsos que fortalecieron las reservas internacionales.

El resumen de la historia monetaria de 2004 probablemente sea que ante un *shock* de precios externos, el funcionamiento de la economía bajo tipo de cambio flotante y un objetivo de inflación tuvo como consecuencia una apreciación nominal del peso uruguayo. Esta síntesis soslaya toda la riqueza que mostró el año en cuanto a manejo de incertidumbres domésticas e internacionales, políticas y económicas, pero destaca un aspecto que ha llamado la atención a analistas y público en general: que bajo un esquema de flotación, existen riesgos cambiarios tanto para quienes tienen posiciones vendidas como compradas en moneda extranjera.

Esta situación ha confundido a muchos formadores de opinión que tienden a seguir interpretando la conducta del Banco Central en términos de un esquema de “paridad deslizante”, con objetivos sobre la trayectoria del tipo de cambio, lo cual favorece la adopción del dólar como unidad de cuenta, lo que a su vez está en la base del alto grado de dolarización de la economía. Precisamente por esa razón, el régimen de flotación ha sido adoptado por el Banco Central desde el 2002 no sólo por ser una alternativa en materia de anclaje nominal de los precios, con resultados hasta el momento satisfactorios, sino sobre todo por ser la única vía posible (aunque no por sí sola) de promover un proceso de desdolarización.

Además de los desafíos inherentes a la consecución del objetivo de estabilidad de precios bajo un esquema totalmente distinto a la tradicional meta cambiaria, el esquema de política monetaria implementado en 2002 ha puesto de manifiesto la necesidad de acompañar el desarrollo del instrumental técnico con una adecuada estrategia de comunicación. Si bien se han hecho esfuerzos para tratar de comunicar claramente las prioridades en la acción del Banco Central, el uso de metas de base monetaria involucra un manejo de conceptos mucho más áridos y difíciles de transmitir que una simple meta cambiaria, cuyo funcionamiento ha estado mucho más enraizado en la formación de expectativas de los agentes económicos. Esto marca un “debe” en la agenda de trabajo del Banco Central, que

deberá acompañar el desarrollo en la capacidad técnica con un componente de comunicación aplicado a la utilización de una estrategia que, hasta el momento, viene mostrando resultados auspiciosos.