



## COMITÉ DE POLÍTICA MONETARIA

En la fecha, el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay mantuvo una reunión extraordinaria con el fin de evaluar la trayectoria reciente de la inflación, su posible tendencia futura y la eficacia de la política monetaria aplicada.

### La evolución de la inflación

Los registros de variación anual del Índice de Precios al Consumo (IPC) continúan ubicándose en valores mayores al límite superior del rango objetivo fijado para este período, lo que revela la persistencia de los factores que vienen operando desde comienzos del presente año sobre los precios de algunos productos relevantes de la canasta considerada para la construcción del IPC. Cerrado el mes de agosto, este índice registra un incremento anual del 9%, 2.5 puntos porcentuales por encima del límite superior del rango objetivo.

Si se descompone el índice, cuatro componentes (combustibles, carne y derivados, bienes con insumo de trigo y verduras), que representan el 19,1% del valor de la canasta base, registraron incrementos anuales que, en promedio, alcanzan al 17.7%.

Las variaciones de precios en los cuatro componentes mencionados son directamente atribuibles, en los tres primeros casos, al impacto de los precios de exportación e importación de dichos productos, no totalmente compensado por la apreciación del peso respecto del dólar, y en el último caso, a los efectos de la extraordinaria (y transitoria) contracción de la oferta provocada por situaciones climáticas.

El resto de los componentes, con un peso de 80.9% en el índice, tuvieron variaciones en sus valores que, en promedio, alcanzan al 6,4%, dentro del rango meta comprometido.

La evaluación que el Banco Central del Uruguay ha realizado de esta evolución, donde predominan los factores de costos sobre los de demanda, permite concluir que los factores que han operado sobre el desvío del IPC respecto de la meta perseguida son de carácter temporal y no ponen en cuestión el objetivo de reencauzar la evolución de los precios dentro del rango comprometido para el futuro.

En efecto, si bien se prevé que los precios internacionales de los productos agrícolas y del petróleo no presenten disminuciones significativas en el futuro inmediato, se estima que no continuarán recibiendo impactos alcistas. Tampoco se espera que se repitan choques negativos que agraven la situación planteada en 2007 respecto de frutas y verduras y, más bien, que pueda eventualmente revertirse la situación al normalizarse la oferta.

Sin perjuicio de lo anterior, cesadas las presiones exógenas, persiste la probabilidad de presiones inflacionarias que pueden provenir de incrementos de costos salariales superiores al crecimiento de la productividad y del dinamismo que muestra, gracias al

crecimiento del empleo y de los ingresos reales, la demanda privada, toda vez que el equilibrio fiscal está asegurado.

La expectativa del Banco Central del Uruguay, no obstante, es que, de no ocurrir imprevistos sustantivos, la inflación, en el horizonte de metas de 18 meses, se reducirá hasta entrar dentro del rango establecido entre 4% y 6% anual.

### **La política monetaria aplicada**

A raíz de la acumulación de presiones inflacionarias que fueron advertidas en su oportunidad, desde marzo del presente año la orientación de la política monetaria ha sido contractiva y sus efectos han de verse a lo largo del período en que se pretende influir con dicha orientación, o sea, los 18 meses posteriores a marzo de 2007. Esta orientación se manifestó en anuncios de metas indicativas de crecimiento de los medios de pago (agregado M1) inferiores al crecimiento estimado de la demanda de dinero.

No obstante, si bien la tasa de crecimiento del agregado M1 ha estado sistemáticamente por encima de la meta indicativa anunciada, esto se ha debido a que la demanda de dinero creció también sistemáticamente a tasas mayores que las estimadas. En este sentido, es extraordinariamente acelerado y persistente el descenso en la velocidad de circulación del dinero (que puede interpretarse como la inversa de la demanda) desde el año 2004.

A partir del cambio decidido en marzo, aun cuando el agregado M1 creció en términos desestacionalizados un 4.9% en el trimestre siguiente, superior a la tasa compatible con la tendencia hacia un crecimiento anual del 9%, la orientación contractiva se manifestó claramente en el incremento que sufrieron las tasas del mercado monetario, tanto en su magnitud como en su rapidez. En efecto, la tasa del mercado interbancario, que oscilaba en torno del 1% hasta el mes de marzo, se ubicó en el siguiente trimestre en torno del 3%, para pasar a operar actualmente en valores entre 4% y 4,5%. El efecto se reflejó también en el incremento experimentado por los rendimientos de las colocaciones de instrumentos de regulación monetaria en todos los plazos, siendo más acentuado, como era de esperar, en los plazos más cortos.

El régimen basado en el manejo de agregados (originalmente con la base monetaria y luego con indicaciones de crecimiento para los medios de pago) cumplió su misión de modo altamente eficiente. Este régimen condujo al Uruguay desde tasas de inflación altas luego de la crisis de 2002 a la actual situación, en la cual la inflación se mantiene por cuarto año consecutivo en guarismos de un dígito y con la economía creciendo a tasas muy altas. Sin embargo, como lo demuestra la experiencia internacional, el instrumento de los agregados resulta inadecuado para estabilizar la inflación cuando ésta se encuentra en bajos niveles.

Por esa razón, el Banco Central del Uruguay, sin abandonar la vigilancia de los agregados, ha comenzado a implementar gradualmente, desde el mes de julio, un régimen monetario basado en el manejo de tasas de interés. En efecto, las decisiones del COPOM del 6 de julio establecieron un “corredor” flexible para las tasas interbancarias, definido entre la tasa de captación de depósitos a un día de 3,5% y la de la facilidad de crédito (repo) que ha variado entre 5% y 6%. Durante este período, la tasa promedio interbancaria se ubicó en el 4,6%.

## **El nuevo marco de la política monetaria**

La evaluación del comportamiento de la inflación y de la política monetaria aplicada, así como la persistencia de las presiones inflacionarias y los factores de riesgo identificados, han determinado las siguientes decisiones del COPOM:

1. Se reafirma el compromiso del BCU con el rango de entre 4% y 6% anual, tal como fue definido en el Comité de Coordinación Macroeconómica del 3 de julio pasado.
2. El Banco Central del Uruguay profundizará la orientación contractiva de la política monetaria con el fin de amortiguar los efectos de los choques recibidos sobre los costos de producción y los márgenes de intermediación.
3. Esta decisión significa que el BCU procurará que la tasa interbancaria a un día (tasa *call*) sea del 5%, con un corredor entre 4 y 6%. Para ello, la tasa de captación del Banco Central del Uruguay para depósitos a un día se elevará al 4% y la tasa de la facilidad de crédito a un día al 6%. A tales efectos, se continuará con las operaciones de licitación de depósitos y certificados de depósitos a plazos de entre 2 y 29 días, así como con las de instrumentos de regulación monetaria a plazos estandarizados.
4. Con el fin de facilitar la administración de la liquidez por parte de las instituciones financieras, próximamente se pondrán en práctica modificaciones en el método de cálculo de encajes en moneda nacional y en el plazo de liquidación de las operaciones mayoristas de cambios.
5. La tasa de referencia de la política monetaria (tasa *call* interbancaria) será fijada por el COPOM el tercer día hábil de cada mes. Sin perjuicio de ello, se continúa monitoreando la evolución de los mercados financieros internacionales, cuyos efectos en el mercado local pueden llevar a ajustes en la tasa de referencia antes de la reunión ordinaria del COPOM.
6. El efecto de esta orientación más contractiva sobre las expectativas y los factores de formación de precios será objeto de un permanente seguimiento y análisis, no descartándose que se profundice dicha orientación.
7. En procura de la mayor transparencia y de la rendición de cuentas correspondiente, objetivos claros de este nuevo régimen, se publicará diariamente la tasa *call* promedio de las operaciones y las de las facilidades de depósito y crédito que señalan el corredor dentro del que operará el mercado.

Finalmente, el Banco Central del Uruguay ratifica que no descarta el uso de ninguno de los instrumentos a su disposición para responder ante posibles desvíos o choques imprevistos que puedan afectar el cumplimiento de la metas indicadas.

4 de septiembre de 2007