

puramente indicativo, no constituyendo en ningún caso un compromiso de la autoridad monetaria.

A partir del segundo trimestre del 2006 se acordó con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), en el marco del Comité de Coordinación Macroeconómica⁷⁰, la ampliación a dieciocho meses del horizonte de vigencia del compromiso asumido por la autoridad monetaria. Se entendió que la ampliación del plazo de vigencia de los compromisos permitiría que los instrumentos de política monetaria tuvieran mayor influencia sobre el nivel de precios, al tiempo que se contribuiría a crear un contexto de mayor certidumbre a fin de facilitar el proceso de toma de decisiones y fortalecer el proceso de desdolarización.

La autoridad monetaria se abocó, a partir de la segunda mitad del año, al desarrollo del mercado en pesos nominales con el fin de mejorar la eficacia de los instrumentos de política monetaria. Con tal objetivo se adoptó una estrategia de alargamiento de plazos de los títulos que se fueron colocando (Letras de Regulación Monetaria). De esta forma se busca proporcionar mayor profundidad al mercado, al tiempo que se posibilita, en primer lugar, la construcción de una curva de rendimientos en moneda nacional que abarque todo el horizonte de proyección monetaria y, en segundo lugar, la realización de una lectura diferente de las expectativas de inflación que surgen del diferencial entre las curvas de rendimiento en pesos nominales y UI para plazos comparables.

2.1.2. La información y los instrumentos: los avances realizados

Entre los rasgos que caracterizan el tipo de política hacia la cual apunta el BCU se destacan el fluido funcionamiento que muestran los mercados financieros, la difusión en tiempo y forma de amplia información respecto a los criterios de manejo de la política monetaria y la incorporación de las expectativas de los agentes dentro de las variables a monitorear en el seguimiento monetario. Por esta razón es

⁷⁰ El Comité de Coordinación Macroeconómica es un ámbito cuya institucionalización está incluida en el proyecto de Ley de reforma de la Carta Orgánica del BCU, actualmente a estudio por el Poder Legislativo. Dicho ámbito se ha formalizado a partir del segundo semestre de 2006 con la integración y los cometidos previstos en el citado proyecto

que en los últimos cinco años se ha invertido recursos en el desarrollo, construcción y revisión de series de datos estadísticos y de modelos de proyección, en el diseño y relevamiento de encuestas de expectativas de los agentes, en la elaboración de informes de política monetaria, en el desarrollo de instrumentos de política monetaria, etc⁷¹.

El principal avance que se produjo durante el año 2006 en esta materia fue la puesta en práctica del mecanismo adicional para provisión de liquidez mediante el cual el BCU capta liquidez de instituciones excedentarias y se las proporciona a aquellas deficitarias⁷². De esta forma se está propiciando una más eficiente administración de la liquidez en el mercado. Adicionalmente, se introdujeron ajustes⁷³ en el diseño de la tasa Lombarda, instrumento que tiene como objetivo evitar que restricciones de liquidez específicas que afecten a alguna institución se traduzcan en una mayor volatilidad de las tasas de interés interbancarias. Bajo las condiciones previas que regulaban el uso de la Tasa Lombarda aquellas instituciones que experimentaban restricciones puntuales de liquidez que no se reflejaban en un sobregiro en sus cuentas en el BCU no podían acceder a dicha facilidad. En la medida que ese diseño solo aseguraba parcialmente una reducción de la volatilidad de las tasas de interés interbancarias a partir del mes de julio se incorporó la Facilidad Permanente de Liquidez, instrumento al cual pueden acceder, como máximo tres días hábiles al mes, todas aquellas instituciones que enfrenten una restricción de liquidez, cualquiera sea la forma que esta adopte, siempre que reúnan las condiciones establecidas por la normativa⁷⁴.

Como fuera mencionado antes, a partir de la segunda mitad del año, el BCU adoptó como objetivo el desarrollo del mercado de títulos nominados en pesos uruguayos. Es así cómo el plazo máximo de las LRM, que en el tercer trimestre alcanzaba 270 días, fue paulatinamente extendiéndose hasta alcanzar el 6 de diciembre pasado a un máximo de 720 días, lapso que supera incluso el

⁷¹ Un detalle de los avances realizados en cada período en esta materia puede encontrarse en el Informe Trimestral de Política Monetaria correspondiente al Primer Trimestre de 2006.

⁷² De acuerdo a lo establecido por la Comunicación 2006/185 del 21 de julio de 2006.

⁷³ De acuerdo a lo dispuesto por el artículo 53 de la Recopilación de Normas de Operaciones aquellas instituciones bancarias que tuvieran saldos deudores en sus cuentas en moneda nacional en el BCU al cierre de operaciones del día podían acceder a una facilidad de liquidez siempre que cumplieran con las condiciones establecidas en el mencionado artículo.

⁷⁴ Según lo difundido a través de la Circular 1958 del 24/07/2006.

horizonte de proyección de la Política Monetaria. Al mismo tiempo, y fundamentalmente para promover la operativa de estos instrumentos en el mercado secundario, se buscó darle mayor liquidez a las series en circulación a través de la concentración de vencimientos.

2.1.3. El manejo de corto plazo de la política monetaria

En la reunión ordinaria del COPOM correspondiente al cuarto trimestre del año se resolvió, tal como fuera previamente acordado con el MEF en el marco del Comité de Coordinación Macroeconómica, corregir a la baja el rango objetivo de inflación anual para el horizonte de dieciocho meses que termina en junio de 2008, el que quedó establecido entre 4% - 6%.

En el comunicado de prensa difundido en esa fecha, se ratificó la vigencia del régimen de agregados monetarios pero en un marco en el cual se confirmó el manejo flexible y amplio de instrumentos. La señal de política que se transmitió al mercado consistió en la reducción a 15% de la tasa de crecimiento anual del agregado monetario M1, que el Comunicado difundido en octubre había ubicado en 18%. No obstante la reducción experimentada por esta tasa de crecimiento, la evolución prevista de la actividad económica así como la de la demanda de dinero, indicaban una instancia neutral de la política monetaria.

Siguiendo las definiciones adoptadas, el seguimiento monetario se realizó tomando como referencia un escenario de crecimiento interanual de los medios de pago de 15% (cuarto trimestre de 2007 respecto al mismo trimestre de 2006), Ello implicó que en el primer trimestre debió considerarse un crecimiento nominal del agregado M1 respecto al trimestre previo en el entorno de 13%, lo cual suponía el mantenimiento del ritmo de crecimiento interanual que este agregado venía mostrando en los trimestres previos. De acuerdo a las proyecciones este escenario resultaba consistente con un crecimiento del orden de 12% de la oferta primaria de dinero.

Tal como ha sido la regla en los trimestres previos el seguimiento monetario partió considerando este escenario pero, fiel a los anuncios realizados por el COPOM, se realizó un manejo flexible de los instrumentos. Este tipo de manejo estuvo determinado principalmente

por la necesidad de armonizar el manejo de la oferta primaria de dinero con la estrategia de alargamiento de plazos de las LRM y los efectos monetarios generados por el manejo de las cuentas en moneda nacional del conjunto GC-BPS, cuya pauta de ingresos-gastos cambió a partir de enero tal como se analizará en detalle más adelante en este informe. Esta flexibilidad en el manejo implicó la introducción de cambios en los objetivos mensuales de BM que se compensaron a la interna del trimestre.

2.2. Los agregados monetarios

2.2.1. La evolución del agregado monetario M1

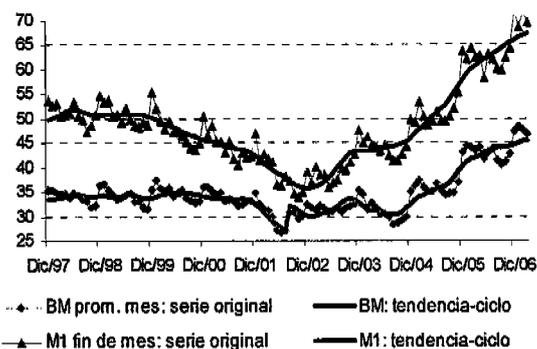
Los medios de pago siguieron creciendo en términos reales durante el 2006, pero el ritmo de crecimiento fue menor al registrado el año anterior.

En el primer trimestre de 2006 el componente tendencia-ciclo del M1 real⁷⁵ creció a un ritmo mensual promedio de 1,6%, un porcentaje de aumento muy cercano a los registrados el año previo⁷⁶. Pero a partir del segundo trimestre la desaceleración fue notoria, ya que el M1 real aumentó, en tendencia, a una tasa mensual promedio algo menor al 1%, tanto en ese período como en los trimestres siguientes.

En el primer trimestre de 2007 el M1 real presentó una nueva pérdida de ritmo, al registrar su tendencia-ciclo un incremento mensual promedio de 0,5%, lo que equivale a un ritmo anualizado de 5,6%.

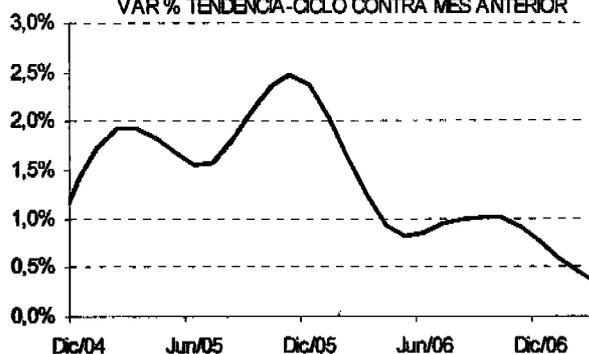
Dado que en los últimos años se ha intensificado el uso de otros medios de pago, puede resultar interesante analizar la evolución del agregado M1', que además de los componentes del M1, incluye a las cajas de ahorro en pesos uruguayos.⁷⁷ También este agregado mostró una desaceleración en su ritmo de crecimiento durante el 2006. En el

AGREGADO M1 Y BASE MONETARIA
EN VALORES CONSTANTES



AGREGADO MONETARIO M1

VAR % TENDENCIA-CICLO CONTRA MES ANTERIOR

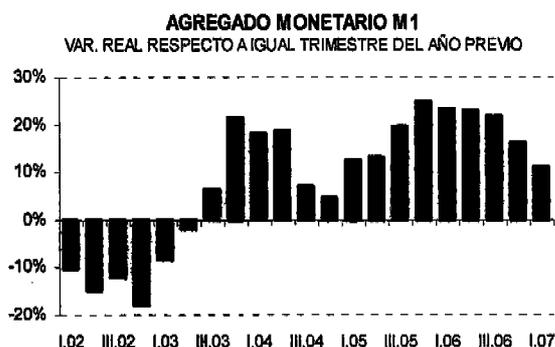


⁷⁵ Calculado con el programa X12 REG ARIMA. Debe tenerse en cuenta que a medida que se van agregando nuevos datos a la serie o se cuenta con proyecciones fiables, el filtro utilizado vuelve a recalcular la tendencia-ciclo de toda serie, por lo que las variaciones de este componente suelen sufrir algunas modificaciones. Dichas modificaciones no son significativas desde el punto de vista cuantitativo, ni cambian las valoraciones cualitativas que se hicieron en su momento.

⁷⁶ En 2005 la tendencia-ciclo del M1 real había aumentado a tasas mensuales promedio de 1,9% en el primer trimestre, 1,7% en el segundo, 1,8% en el tercero y 2,4% en el cuarto.

⁷⁷ En los últimos se ha intensificado el uso de las cajas de ahorro en moneda nacional para el pago de sueldos y pasividades, así como para realizar el pago de diversos servicios públicos y privados.

primer trimestre del año el componente tendencia-ciclo de este agregado, medido en valores reales, aumentó a un ritmo mensual promedio de 2%, una tasa muy similar a las registradas en el año previo. Pero en los trimestres siguientes el crecimiento tendencial promedio fue notoriamente menor: 1,3% mensual en el segundo, 1,1% en el tercero y 0,9% en el cuarto. En el primer trimestre de 2007 el incremento promedio de la tendencia-ciclo de esta variable fue del 0,4% mensual.



La desaceleración del crecimiento de los medios de pago también se reflejó en las tasas interanuales, mostrando un claro rezago con relación a lo mostrado por la variación intermensual de la tendencia-ciclo. En los primeros tres trimestres de 2006 el M1 registró aumentos reales de más de 20% con relación a iguales períodos del año anterior, tasas interanuales muy similares a las observadas en la segunda mitad de 2005. En el último trimestre de 2006 la tasa de crecimiento interanual se redujo al 16% y en el primer trimestre de 2007 lo hizo al 11%.

En el caso del agregado M1¹, el crecimiento interanual se mantuvo en torno a 25% en los primeros tres trimestres de 2006, pero luego se redujo a 20% en el cuarto trimestre de ese año y a 16% en el primer trimestre de 2007.

De acuerdo a cifras preliminares, el agregado M1, que es la principal referencia del régimen monetario vigente, se habría ubicado en un nivel promedio de \$ 35.670 millones en el primer trimestre de 2007, lo que implica un aumento nominal de 8,6% con relación al trimestre anterior.⁷⁸ El crecimiento de este agregado resultó inferior al proyectado originalmente, aún cuando a fin de marzo el M1 tuvo un incremento inusual, debido al impacto que tuvo sobre el circulante en poder del público, el adelanto de pago de salarios del gobierno central y de pasividades previo al feriado de Semana de Turismo. Si no se hubiera producido este efecto atípico, el M1 del trimestre se hubiera situado en un nivel aún más bajo.⁷⁹

Saldos en millones de pesos corrientes		
Fecha	M1	BM
	fin de mes	promedio mensual
I.2006	29.996	20.916
II.2006	29.660	20.790
III.2006	29.940	20.666
IV.2006	32.856	21.676
Ene 07	34.750	24.419
Feb 07	36.362	24.219
Mar 07 (*)	35.896	24.201
I. 2007 (*)	35.670	24.280

(*) Cifras preliminares

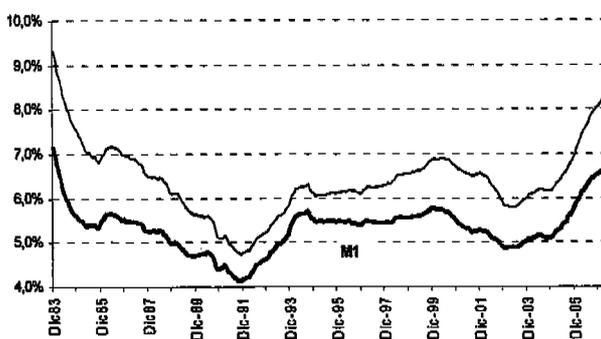
⁷⁸ El promedio de cada trimestre se calcula con los valores al cierre de cada mes.

⁷⁹ En algunas empresas privadas y en varios organismos públicos que no integran el gobierno central, también se adelantó el pago de sueldos, pero en este caso no hubo impacto sobre el nivel de M1 en la medida en que el aumento del circulante que provocó este hecho fue compensado por una caída de los depósitos a la vista. En el gobierno central el pago de sueldos y pasividades se hace con fondos que están depositados en cuentas que no integran el M1, pero en el resto del sector público y en la esfera privada

En términos desestacionalizados⁸⁰ el M1 nominal registró en el primer trimestre un aumento de 3,9% con relación al trimestre anterior, en tanto que el componente tendencia-ciclo⁸¹ de la variable experimentó un crecimiento de 3,7%, evidenciando una clara desaceleración respecto al dinamismo que este agregado había mostrado en trimestres previos.

De esta forma, en el primer trimestre de 2007 la cantidad real de dinero se ubicó por debajo del nivel previsto, comportamiento que no obedecería a que la oferta no acompañó el crecimiento de la demanda. La hipótesis de un exceso de demanda es totalmente descartada en función de la evolución que han tenido algunas series de variables en el período. En particular, cabe destacar que no se observaron presiones deflacionarias, -de hecho la inflación fue incluso superior a la prevista-, ni se observaron aumentos en las tasas de interés en moneda nacional, ni presiones adicionales a la baja en el mercado cambiario. La evolución de estas variables implica entonces que la explicación de que la cantidad de dinero se haya ubicado por debajo de lo proyectado, debe buscarse entonces en una menor demanda.

AGREGADOS MONETARIOS EN TÉRMINOS DEL PIB



En el escenario macroeconómico no se detectaron desvíos significativos con relación a lo proyectado, y en todo caso, los desvíos observados, que fueron muy leves, operarían en el sentido de generar una mayor demanda de dinero. En efecto, las tasas de interés en moneda nacional se ubicaron por debajo de lo previsto y las proyecciones del nivel de actividad fueron revisadas al alza. A partir de esto se podría inferir que el proceso de remonetización tuvo un vigor inferior al observado en trimestres previos.

el pago de salarios se hace con fondos que, en general están depositados en cuentas a la vista, que sí integran el M1.

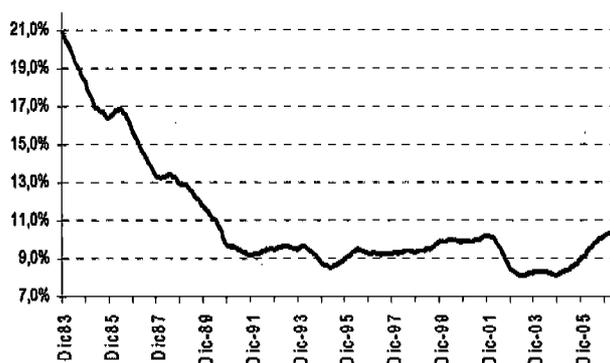
⁸⁰ La desestacionalización fue realizada con el programa Tramo-Seats. Debe tenerse en cuenta que los factores estacionales van variando levemente a medida que se agregan nuevos datos a la serie, lo que lleva a que también cambie el valor del M1 desestacionalizado.

⁸¹ Para calcular la tendencia-ciclo se utilizó, en esta oportunidad, el programa X12 ARIMA. Debe tenerse en cuenta que para mejorar la performance del filtro que utiliza este programa se agregaron datos proyectados. A medida que se vayan agregando los valores efectivos las variaciones manejadas sufrirán modificaciones, pero las valoraciones cualitativas se mantendrán. Esto implica que se seguirá observando una desaceleración en el primer trimestre de 2007, más allá de que cambien los porcentajes de variación. La ventaja que tiene utilizar la tendencia-ciclo es que en la misma, a diferencia de la serie desestacionalizada, se eliminan los factores de carácter irregular.

De todos modos, debe destacarse que el ratio M1-PIB mantuvo una tendencia creciente durante todo el 2006 y el primer trimestre de 2007: en diciembre de 2005 el mismo se ubicaba en 5,8%, en marzo de 2006 en 6,1%, en junio en 6,3%, en setiembre en 6,4%, en diciembre en 6,5% y en marzo de 2007 en 6,6%. Estas tasas son las mayores que se han observado desde comienzos de 1984.⁸²

Al considerar la relación entre el M1' y el PIB, se observa que la misma aumentó de 7% en diciembre de 2005 a 8,1% en diciembre de 2006 y a 8,3% en marzo de 2007. También en este caso hay que remontarse a 1984 para encontrar una tasa de magnitud comparable.

AGREGADO MONETARIO M2 EN TÉRMINOS DEL PIB



El agregado M2, que está integrado por los mismos instrumentos que el M1' y además por los depósitos a plazo fijo en moneda nacional⁸³, también ha venido aumentando en términos del PIB, pero las tasas alcanzadas, que fueron 10,2% a fin de 2006 y 10,4% en marzo de 2007, aún se ubican muy lejos de los niveles de mediados de los años ochenta. Esta dinámica del M2 es la consecuencia natural de la evolución muy moderada, que tal como se analizó en el capítulo de sistema financiero, han venido mostrando los depósitos a plazo.

Debe notarse que en el proceso de remonetización que ha venido experimentando la economía uruguaya desde fines de 2004, la política monetaria que realiza el BCU tiene un rol fundamental, máxime si se considera que el mantenimiento de una inflación baja y predecible, y las políticas firmes en materia de desdolarización del mercado son parte esencial de este fenómeno. Es de esperar que el mantenimiento de la disciplina monetaria contribuya no sólo a la consolidación del proceso de remonetización, que involucra a los medios de pago, sino también a la recuperación de las colocaciones a plazo en moneda nacional e incluso a un mayor desarrollo del mercado de títulos en moneda doméstica.

Desde la perspectiva de la oferta de los medios de pago, medida en términos reales, en el crecimiento que experimentó el M1 durante el 2006 tuvieron incidencia positiva tanto el aumento de la BM como el

VARIACIÓN INTERMENSUAL PROMEDIO TENDENCIA-CICLO			
	BM real	Multiplicador	M1 real
I.2006	1,8%	-0,3%	1,6%
II.2006	0,9%	0,2%	0,9%
III.2006	0,5%	0,5%	1,0%
IV.2006	0,6%	0,2%	0,9%
I.2007	0,4%	0,2%	0,5%
Variaciones interanuales (*)			
IV.2006	14,1%	1,8%	16,2%
I.2007	8,5%	2,4%	11,2%

En cada trimestre calendario se considera la tasa de variación mensual promedio de la tendencia-ciclo (X12 ARIMA). Debe tenerse en cuenta que a nivel de la tendencia-ciclo puede no coincidir exactamente la variación del M1, con la suma acumulada de las variaciones de la BM y el multiplicador.

(*) En las variaciones interanuales se compara el nivel promedio de cada trimestre contra el de igual periodo del año anterior, utilizando para ello la serie original y no la tendencia-ciclo.

⁸² Para calcular este cociente se consideraron promedios móviles del M1 y del PIB, siempre en periodos de doce meses.

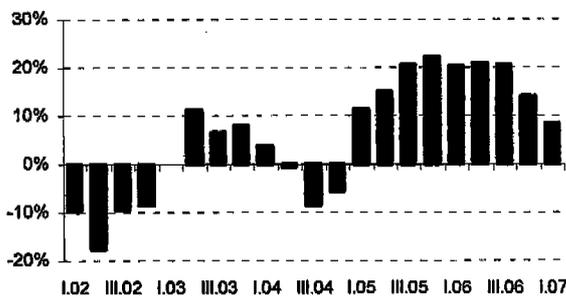
⁸³ Incluye depósitos en pesos uruguayos, en Unidades Indexadas (UI) y en Unidades Reajustables (UR).

incremento del multiplicador, pero el peso de cada uno de ellos fue distinto en cada período. Hasta poco después de mediados de año la BM fue el principal motor del crecimiento de los medios de pago, pero desde agosto la mayor incidencia estuvo por el lado del multiplicador; en los últimos meses de 2006 la creación primaria volvió a cobrar protagonismo y la creación secundaria fue perdiendo peso.

En el primer trimestre de 2007, nuevamente volvió a tener mayor significación la BM, aunque ambos se incrementaron: en términos de tendencia-ciclo la BM real aumentó en ese período a una tasa mensual promedio de casi 0,4%, mientras que el multiplicador monetario lo hizo a menos del 0,2%.

Al analizar el comportamiento de los medios de pago con una óptica interanual, se observa que el crecimiento real de 16% que registró el M1 real entre el último trimestre de 2005 e igual período de 2006, se explicó por un aumento real de 14% en la BM y un incremento de 2% en el multiplicador monetario. A su vez, la variación interanual del 11% real que registró el M1 en el primer trimestre de 2007, se debió a una alza real de 8,5% en la BM y una suba de casi 2,5% en el multiplicador.

BASE MONETARIA
VAR. REAL RESPECTO AL MISMO TRIM. DEL AÑO PREVIO



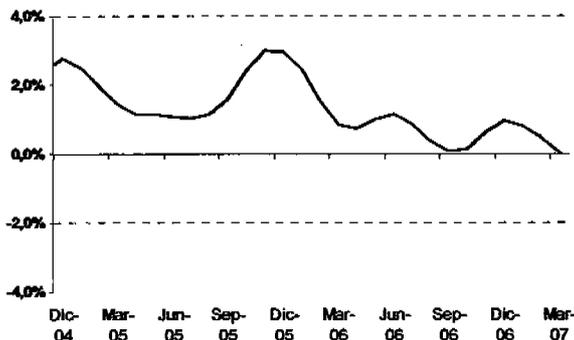
2.2.2. La oferta de dinero primario

En 2006 la BM mantuvo una tendencia creciente durante todo el año, aunque el ritmo de crecimiento del primer semestre fue notoriamente más alto que el de la segunda mitad del año.

En efecto, la variación intermensual del componente tendencia-ciclo de la BM real aumentó a tasas mensuales promedio de 1,6% en el primer trimestre, 1% en el segundo, 0,4% en el tercero y de 0,6% en el cuarto.

En las variaciones interanuales la desaceleración del crecimiento se observó recién en el último trimestre de 2006, ya que en los tres primeros trimestres de ese año la BM registró aumentos reales de más de 20% con relación a iguales períodos del año anterior, mientras que en el último el incremento real se redujo a 14%.

BASE MONETARIA
VARIACIÓN MENSUAL DE LA TENDENCIA-CICLO



En el primer trimestre de 2007, la BM promedio alcanzó \$ 24.280 millones, prácticamente en línea con las proyecciones vigentes, exhibiendo un crecimiento real interanual aún más moderado que en trimestres previos: 8,5%.

En ese período, la variación intermensual del componente tendencia-ciclo de la BM real muestra que pese a que el ritmo de aumento se fue desacelerando, la tasa de crecimiento promedio de todo el trimestre (0,4% mensual), resultó muy similar a la registrada en los dos trimestres anteriores.

La desaceleración, que comenzó a insinuar la BM a partir del segundo trimestre de 2006, y que se notó con mayor claridad a mediados de ese año, fue el resultado de la política monetaria adoptada, en línea con el contexto macroeconómico que se proyectaba, y teniendo en cuenta el mayor dinamismo que comenzó a mostrar la creación secundaria de dinero a partir de abril de 2006.

2.2.3. Los factores de variación de la BM

La clara desaceleración que mostró la creación primaria de dinero durante el año pasado, cuyos motivos ya fueron expuestos en secciones anteriores, también puede observarse en la medición punta a punta: entre fines de 2005 y el cierre de 2006 la BM se expandió sólo \$ 1.029 millones, un monto notoriamente inferior a los \$ 5.252 millones de aumento que se habían registrado el año previo. Más allá de que la diferencia entre las variaciones de ambos años es muy notoria, debe tenerse en cuenta que a fin de 2005 la BM había terminado en un nivel excepcionalmente alto, como consecuencia de las fuertes compras de divisas que se realizaron en la última parte de diciembre, lo que genera un incremento excepcional en 2005 y un aumento mucho más moderado en 2006.

En lo que sigue se describe el comportamiento de la BM en cada trimestre, el cual, como ocurre habitualmente, estuvo muy afectado por factores de carácter estacional.

- En el primer trimestre del año hubo una fuerte contracción de \$ 2.270 millones, que en parte se explica por el hecho ya comentado, de que en diciembre de 2005 la BM había

INFORME AL PODER EJECUTIVO

terminado en un nivel excepcionalmente alto. El principal factor expansivo de ese período fueron las compras de divisas realizadas por el BCU y por el conjunto GC-BPS. Esto fue más que compensado por las colocaciones netas de LRM y de letras y notas en UI por parte del BCU, y por el fuerte superávit fiscal en pesos que tuvo el conjunto GC-BPS.

- En el segundo trimestre de 2006 la BM registró una expansión de \$ 1.474 millones. En ese período se desaceleró la compra de divisas, sobre todo por el lado del BCU, pero esto fue más que compensado por una amortización neta de LRM y por la menor colocación neta de instrumentos en UI emitidos por el BCU.
- En el tercer trimestre del año hubo una contracción de \$ 1.824, explicada sobre todo por la colocación neta de LRM y por el superávit fiscal en pesos del conjunto GC-BPS. En ese trimestre se mantuvo una fuerte compra de divisas por parte de GC-BPS, mientras que el BCU no tuvo una participación activa en este sentido.
- En el cuarto trimestre de 2006 la BM se expandió en casi \$ 3.650 millones, a impulso de las compras de divisas que realizó el conjunto GC-BPS en ese período, a lo que se sumaron las compras de moneda extranjera que efectuó el BCU, que volvió a participar activamente del mercado cambiario en los últimos meses del año (esto no ocurría desde el primer trimestre). Estos factores expansivos fueron parcialmente contrarrestados por las colocaciones netas de instrumentos en UI, tanto del BCU como de GC, y menor medida por la emisión neta de LRM en pesos.

Si bien debido a factores de carácter estacional era esperable que el flujo de BM correspondiente al primer trimestre del año alcanzara una magnitud de signo negativo, la BM experimentó un incremento del orden de \$ 1.900 millones el cual es parcialmente explicado por el ya

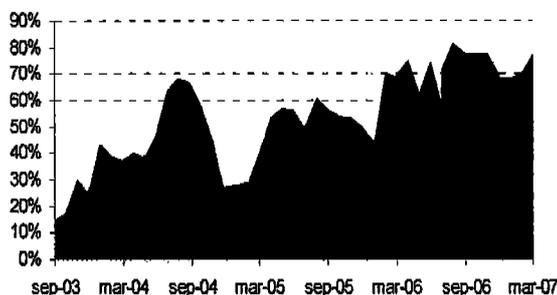
comentado adelanto del pago de salarios y pasividades vinculado al feriado de Semana de Turismo.⁸⁴

En el transcurso del primer trimestre del año, las compras netas de divisas realizadas por el conjunto GC-BPS en el mercado por U\$S 407 millones fueron el principal factor de expansión de la oferta de BM, la que aumentó por esta vía cerca de \$ 9.900 millones. A este se agregan, aunque con una significación inferior, las compras de divisas del BCU y su propio resultado operativo, y otros factores. Todos estos factores determinaron conjuntamente una expansión de la oferta primaria de dinero del orden de \$ 11.000 millones.

Dicha expansión fue más que compensada por un superávit en moneda nacional de GC-BPS que se ubicaría en el entorno de \$ 3.000 millones⁸⁵, la colocación neta de instrumentos en UI por el equivalente a \$ 2.500 millones⁸⁶ y la colocación neta de LRM en pesos por \$ 3.500 millones.

Como consecuencia de la flexibilidad en el manejo de corto plazo de la política monetaria, que se analizó en detalle anteriormente, el efecto de este último factor se concentró en marzo. De esta forma se elevó el ratio entre el stock de LRM y el de BM en casi diez puntos porcentuales, al pasar de 69% a 78%. Este último porcentaje es de los más altos que se han alcanzado desde que se comenzaron a utilizar las LRM como instrumento de esterilización, e incluso hubiese sido más elevado de no haber mediado la expansión extraordinaria de BM de los últimos días de mes.⁸⁷

RELACIÓN: LRM / BM

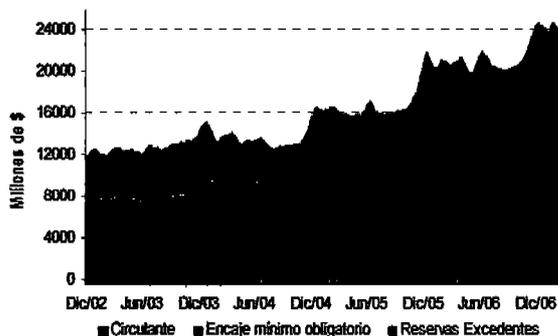


2.2.4. La composición de la BM

Al analizar la evolución de la BM desde el punto de vista de su composición, se observa que las reservas voluntarias, que entre diciembre de 2005 y abril de 2006 llegaron a representar cerca de 15%

COMPOSICIÓN DE LA BASE MONETARIA

Saldos promedio 31 días (media centrada)



⁸⁴ El detalle de los factores que inciden en la evolución de la oferta primaria de dinero se encuentra en el cuadro "Oferta de Base Monetaria" que se adjunta al final del presente informe.

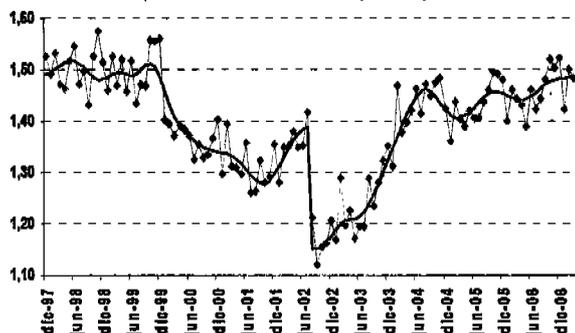
⁸⁵ El superávit de GC-BPS hubiese sido más alto de no haber sido por el adelanto del pago de sueldos públicos y pasividades de abril que fue realizado a fin de marzo.

⁸⁶ Incluye la colocación neta realizada por el BCU y la efectuada por el gobierno.

⁸⁷ Hasta mediados de junio de 2003 el instrumento utilizado eran las Letras de Tesorería en moneda nacional.

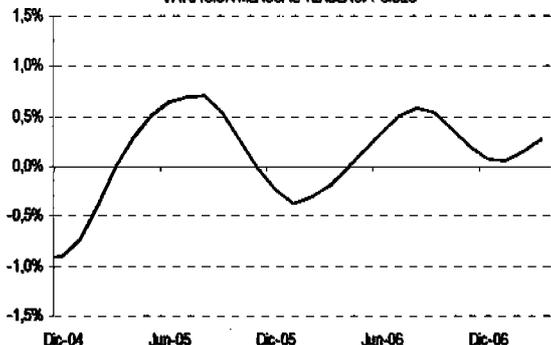
del total, fueron perdiendo participación de manera sostenida a partir de mayo, a medida que las instituciones se fueron desprendiendo de los fondos que habían acumulado en últimos meses de 2005 y los primeros del 2006.⁸⁸ La pérdida de peso se intensificó cuando en julio pasado entró en funcionamiento el Mecanismo Adicional para la Provisión de Liquidez (MAPL, *Clearing House*).⁸⁹ En setiembre las reservas voluntarias significaron sólo 6,6% de la BM. En los últimos meses de 2006, tras la corrección al alza de los objetivos originales de BM, la participación de las reservas voluntarias volvió a aumentar (en diciembre llegó a 8,3%), lo que resulta consistente con la pérdida de ritmo que, como se analizará más adelante, mostró el multiplicador monetario durante ese período.

MULTIPLICADOR MONETARIO
(M1 fin de mes/Base Monetaria promedio)



Para los primeros meses de 2007 el COPOM fijó de antemano objetivos más elevados de BM, lo que significó que la participación de los excedentes se mantuviera en porcentajes relativamente altos. La mayor tasa de participación del primer trimestre se verificó en enero, cuando las reservas voluntarias llegaron a significar casi 10% de la BM total. En los meses siguientes este porcentaje se redujo levemente, provocando una moderada recuperación del multiplicador monetario. En marzo, último dato disponible, las reservas voluntarias representaron casi 8% de la BM⁹⁰, mientras que los componentes más asociados a los medios de pago, como el circulante y el encaje obligatorio sobre los depósitos bancarios, significaron 65% y 27%, respectivamente.

MULTIPLICADOR MONETARIO
VARIAÇÃO MENSUAL TENDENCIA-CICLO



2.2.5. El multiplicador monetario

El multiplicador monetario⁹¹, cuya evolución representa la creación secundaria de dinero, presentó una tendencia creciente durante la mayor parte de 2006, y en algunos meses se transformó en el principal motor de crecimiento de los medios de pago.

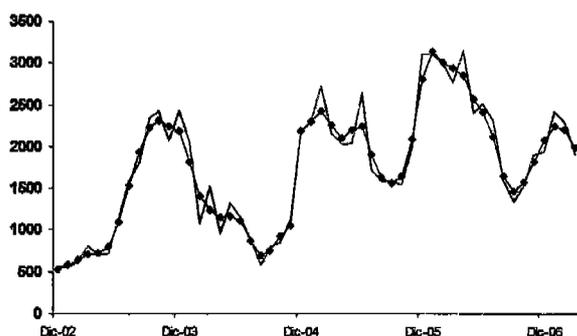
⁸⁸ En esos meses el dinero primario aumentó de manera rápida, y, como suele ocurrir en estas circunstancias, los bancos y otros agentes mantuvieron transitoriamente niveles de reservas por encima de lo deseado.

⁸⁹ Comunicación 2006/185 del 21 de julio de 2006. Ver análisis de los efectos sobre el mercado de dinero en el Informe Trimestral de Política Monetaria correspondiente al tercer trimestre de 2006. <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam04i0906.pdf>

⁹⁰ Ese porcentaje puede desagregarse en el 6,4% que estaba en manos de la banca pública y privada y 1,5% que estaba en poder de agentes no bancarios, sobre todo las AFAPs.

⁹¹ Definido como el cociente entre el agregado M1 a fin de mes y la BM promedio del mes.

RESERVAS VOLUNTARIAS TOTALES
EN PROMEDIOS MENSUALES-MILLONES DE PESOS



La evolución de la variación intermensual del componente tendencia-ciclo⁹² permite analizar el comportamiento del multiplicador en cada período del año. De allí surge que en los primeros meses del año el multiplicador presentó una caída, cuyo origen se asocia a la acumulación de excedentes por parte de los bancos y otros agentes tras el brusco aumento de la BM que se verificó en los últimos meses de 2005 y comienzos de 2006. En el segundo trimestre, al influjo de una política menos expansiva de la oferta primaria de dinero, y en un contexto de importante dinamismo de la demanda de dinero, el multiplicador comenzó a repuntar a medida que las instituciones comenzaron a desprenderse de las reservas acumuladas. De hecho, el ritmo de aumento se fue acelerando de manera continua hasta finales del tercer trimestre del año, período en el que la creación secundaria de dinero se transformó en el principal motor de los medios de pago. Pero en el cuarto trimestre, el crecimiento volvió a desacelerarse como consecuencia de la mayor oferta primaria de dinero. De cualquier manera, el multiplicador monetario se ubicó en diciembre de 2006 más de 3% por encima del nivel de un año atrás.

Otro elemento que impulsó la creación secundaria de dinero en la segunda mitad de 2006 fue la puesta en funcionamiento a fines de julio del Mecanismo Adicional de Provisión de Liquidez. Este mecanismo habría permitido al sistema funcionar con un menor nivel de reservas excedentes, lo que ha redundado en un multiplicador monetario más alto.

En el primer trimestre de 2007 el multiplicador monetario siguió aumentando e incluso mostró una moderada recuperación en su ritmo de crecimiento durante febrero y marzo. No obstante ello, contrariamente a lo esperado el multiplicador monetario, exhibió una virtual estabilidad en el período enero-marzo, alcanzando el componente tendencia-ciclo de esta variable una tasa de crecimiento promedio mensual de sólo 0,2% mensual, un ritmo muy similar al promedio del último trimestre del año pasado.

⁹² Calculada con el programa X12 REG ARIMA. Permite analizar la dinámica reciente de la variable, y depura a la serie de factores estacionales e irregulares.

INFORME AL PODER EJECUTIVO

El nivel promedio alcanzado por el multiplicador monetario en los primeros tres meses de este año, que fue de 1.47, supuso un crecimiento de 2,4% con relación a igual período de 2006.⁹³

A pesar de este aumento, debe considerarse que en los primeros meses de 2007 el crecimiento del multiplicador monetario estuvo frenado por los siguientes factores:

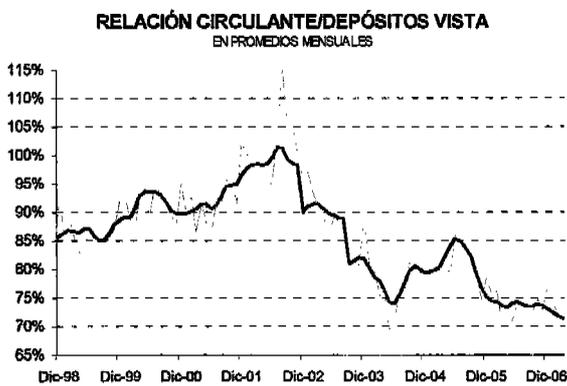
- Por un lado, el ratio entre las reservas excedentes de los bancos y los depósitos a la vista se ubicó en un promedio de 9%, guarismo que resultó demasiado alto con relación a la historia reciente. Esta evolución, que incidió a la baja sobre el multiplicador monetario, habría sido el resultado de una demanda de dinero que redujo su dinamismo, y una oferta primaria que se mantuvo en línea con la programación inicial.
- Por otro lado, debe considerarse que a partir de enero se procesó un cambio en el calendario de vencimientos impositivos, los que se han adelantado en el mes y se han concentrado en menos días, que afectó la pauta de ingresos del gobierno, además de alterar la pauta de liquidez intramensual, e implicar menores ratios entre el saldo a fin de mes y el promedio, tanto para el circulante en poder del público como para los depósitos a la vista. En enero y en febrero, estos últimos factores incidieron a la baja en el multiplicador monetario que se considera en las definiciones de la actual política.⁹⁴ En marzo, con el adelanto del pago de sueldos y jubilaciones, el circulante en poder del público terminó muy por encima de lo habitual, por lo que la relación entre los saldos a fin de mes y saldos promedio de esta variable fue más alta que lo usual, incidiendo al alza en el multiplicador monetario de ese mes. Pero como en los depósitos a la vista ocurrió exactamente lo contrario, es decir que en marzo terminaron por debajo de lo habitual, la relación entre los saldos a fin de mes y el promedio fue más baja que lo usual para esa variable,

⁹³ La comparación contra el trimestre previo arroja una caída de 3,1%, que se explica por factores estacionales.

⁹⁴ Debe recordarse que el multiplicador considerado surge del ratio M1 a fin de mes- BM promedio del mes.

impulsando a la baja al multiplicador, y compensando de esta manera el efecto anterior.

Durante enero y febrero, la propensión del público a mantener efectivo, medida a través de la relación entre el circulante y los depósitos a la vista⁹⁵, fue ligeramente menor a la prevista, lo que afectó al alza al multiplicador monetario y operó en el sentido contrario de los factores recientemente mencionados. Esto podría estar indicando que el cambio en la pauta ingreso-gasto del gobierno es consistente con una mayor bancarización de los medios de pago. En marzo, este coeficiente se ubicó por encima de lo previsto, pero aquí podría estar incidiendo el ya mencionado adelanto del pago de sueldos y jubilaciones.



Este último coeficiente bajo un enfoque de mediano y largo plazo, como se recordará, es de los que más ha incidido en la evolución del multiplicador. En efecto, la lenta pero sostenida reducción de la preferencia del público por circulante ha sido uno de los factores que han impulsado al alza al multiplicador monetario con posterioridad a la salida de la crisis financiera. Este mayor grado de bancarización de los medios de pago ha sido el resultado natural de la recuperación de la confianza en el sistema financiero y de los avances tecnológicos que han llevado a que los agentes se manejen con un nivel más bajo de efectivo.

Por su parte, tal como se analizó en el capítulo de sistema financiero, la recuperación de los depósitos bancarios se ha concentrado sobre todo en las colocaciones más líquidas, lo que ha llevado a que los bancos deban mantener un mayor nivel de encajes, poniéndole un freno a la creación secundaria de dinero.

⁹⁵ Ambos medidos con los saldos promedio.