



Informe de Política Monetaria

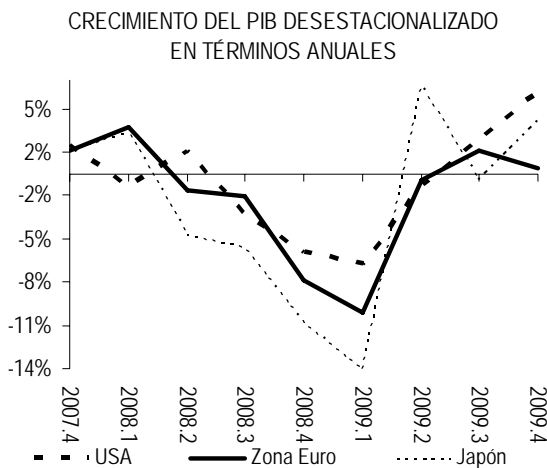
Marzo 2010

The background of the cover is a photograph of the Banco Central del Uruguay building. A large, vertical, blue panel is the central focus, featuring the name 'BANCO CENTRAL DEL URUGUAY' in raised, white, sans-serif capital letters. Above the text is a circular emblem. The building's facade is light-colored with a textured pattern, and there are windows with metal grilles visible.

1. El contexto macroeconómico de la Política monetaria

1.1 La situación internacional y regional

El FMI revisó al alza sus proyecciones de crecimiento global para 2010 y 2011. Según el organismo, la economía mundial crecerá 3.9% durante el presente año, mientras que en 2011 crecerá 4.3%. De todos modos, las economías avanzadas presentarán un crecimiento más lento que las emergentes, al igual que ocurriera en los meses anteriores. Asimismo, comienza a cuestionarse la sustentabilidad fiscal de las economías desarrolladas, aunque la principal causa de preocupación para los gobiernos en dichos países continúa siendo el elevado desempleo.



Fuente: OCDE

Entre las economías desarrolladas el crecimiento de Estados Unidos supera al de Europa y Japón. En tal sentido, el crecimiento de Estados Unidos durante el cuarto trimestre de 2009 en relación al trimestre anterior fue de 1.4%, en términos desestacionalizados con lo cual el año 2009 termina con un descenso promedio del nivel de actividad de 2.4% con respecto a 2008.

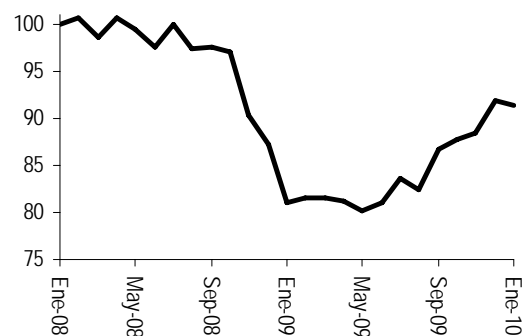
La evolución reciente de los indicadores de actividad para Estados Unidos es consistente con una mejora moderada de las condiciones económicas en el corto plazo. Los factores que coadyuvan para que el crecimiento sea moderado son: la debilidad del sector bancario, que dificulta la expansión del crédito; la frugalidad en el consumo, que es causa y efecto de la insuficiencia del crédito y del escaso dinamismo en la creación de empleo; y la extrema cautela de la inversión tanto en inventarios como en bienes de capital.

Para el presente año se espera un crecimiento de 2.7%, mientras que para 2011 se aguarda una expansión de 2.4%.

La Zona Euro, por su parte, creció 0.1% en el cuarto trimestre con respecto al tercer trimestre en términos desestacionalizados y cayó en promedio 4.1% en 2009. El único país de la región que creció en línea con las expectativas de mercado fue Francia, mientras que Alemania – principal economía del bloque – mostró un crecimiento mínimo, muy por debajo de lo esperado. Las economías “periféricas” de la UE como España, Grecia e Italia, que están atravesando además por un severo deterioro de sus cuentas públicas, exhibieron caídas de distinta entidad en el período. La excepción fue Portugal, que aunque pertenece a este grupo presentó un crecimiento si bien exiguo, al menos positivo. Los últimos indicadores de actividad de la Zona del Euro evidencian que el PIB descendería en el primer trimestre de 2010 en 0.2% con respecto a igual trimestre del año anterior. Para el promedio de 2010 se aguarda un crecimiento moderado del orden de 0.7%, mientras que para 2011 se aguarda un crecimiento de 1.5%.

El sudeste asiático, con excepción de Japón, fue la región del mundo que mostró mayor dinamismo durante 2009, situación que se repetirá en 2010. En particular, China creció el pasado año un 8.7% y se espera un crecimiento de 10% en 2010. Sin perjuicio de lo anterior, existe preocupación por la creciente tensión comercial entre China y Estados Unidos, debido a que éste presiona al país asiático para que permita la apreciación de su moneda, bajo la amenaza por parte del Congreso, de imponer aranceles a las importaciones provenientes de China.

VOLUMEN DE COMERCIO MUNDIAL
ENE 2008 = BASE 100



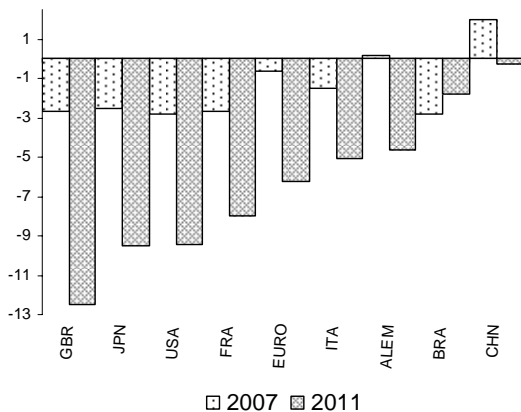
Fuente: CPB

Por otra parte, se advierte que el comercio mundial continuó su expansión alcanzando un incremento de

6% en los flujos comerciales durante el trimestre móvil cerrado en enero, en comparación con el trimestre móvil inmediato anterior.

En relación a las cuentas públicas de las economías avanzadas, la OCDE sostiene que en virtud de los rezagos existentes en el proceso presupuestal, las estrategias de reducción de los déficit deben ser decididas a mediados de 2010 a fin de ser implementarlas en 2011. La lenta recuperación de las economías desarrolladas implica que los retiros de los planes de estímulo deberán ser progresivos y coordinados con las restantes políticas macroeconómicas. Para ello será necesario un delicado equilibrio, dado que prematuros retiros podrían minar la recuperación, mientras que una salida tardía podría dañar la confianza en los planes de consolidación fiscal. Se busca que la reducción de los déficit afecte lo menos posible a la senda de crecimiento de mediano plazo, por lo que será preciso discutir qué gastos reducir o eliminar.

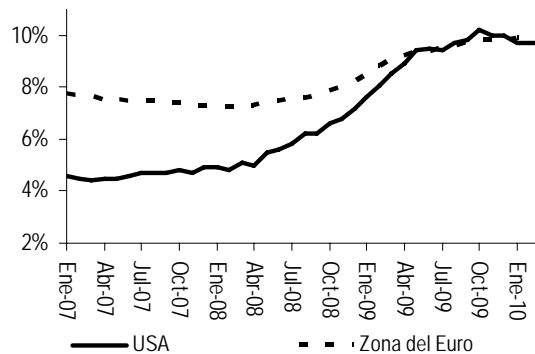
DÉFICIT FISCAL: PRE Y POST CRISIS



Fuente: OCDE

Con respecto al desempleo, las últimas cifras continúan sin mostrar mejoría, lo que constituye una muestra en sí misma de la debilidad en la que aún se encuentran las economías desarrolladas y al mismo tiempo, representa otro desafío a enfrentar por parte de los gobiernos. Tanto en Europa como en Estados Unidos persiste una tasa de desempleo que ronda el 10% de la población económicamente activa.

TASA DE DESEMPLEO EN USA Y EN LA EURO ZONA

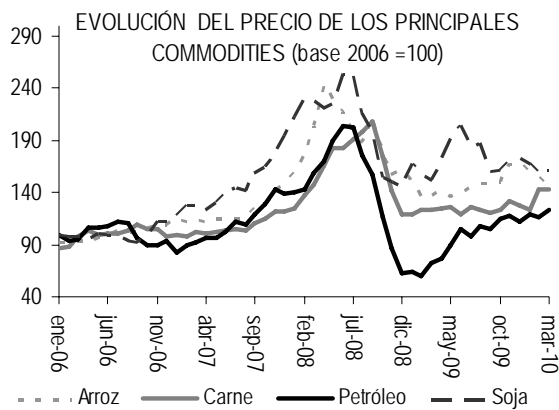


Fuente: BLS, Eurostat

Los precios de los *commodities* que Uruguay exporta continuaron recuperándose en el primer trimestre de 2010 con respecto al mismo período del 2009. Así por ejemplo el precio promedio del arroz se incrementó 6.9%, el de la carne 12% y el de la soja 1.4%. Por su parte, el precio del petróleo aumentó 81.5% lo que estaría anticipando un mayor deterioro de los términos de intercambio de bienes en el primer trimestre del 2010 con relación al que se registró en el cuarto trimestre del 2009, que fue del orden de 1.9%.

El comportamiento de los precios agrícolas fue muy volátil durante los últimos meses. En la medida que continúe la recuperación de la economía mundial, en el corto plazo, los precios continuarán ubicándose en torno a los niveles actuales. La creación de nuevos instrumentos financieros con base en las materias primas agrícolas para soslayar el aumento de la regulación sobre estos activos, podrían generar mayor volatilidad en el precio de los productos primarios. De todas formas las perspectivas de mediano plazo para el precio de estos productos siguen siendo auspiciosas. El aumento en la demanda mundial de alimentos, el desarrollo de la industria de los biocombustibles y los efectos climáticos son algunos factores que explican este desempeño.

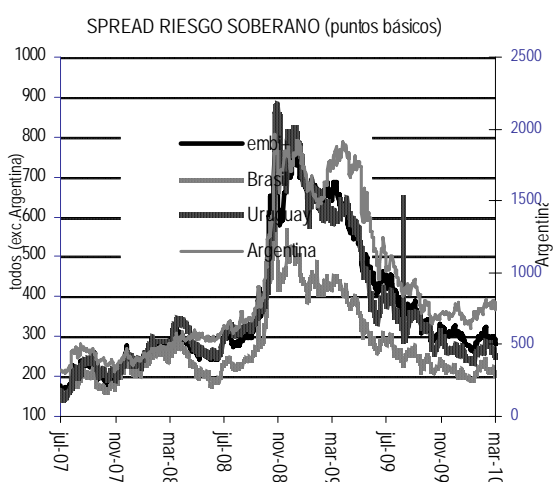
En el aumento del precio del petróleo se conjugaron principalmente dos factores: por una parte la recuperación de la demanda, en particular de China y por otra, los recortes de la producción instrumentada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Se prevé que en este año el precio del petróleo se ubique en niveles superiores a los registrados en 2009.



Fuente: Bloomberg e INAC.

En el primer trimestre de 2010 la volatilidad siguió presente en los mercados financieros internacionales. En el transcurso del 2010 se espera que el flujo de capitales hacia los países emergentes continúe siendo importante, lo que sería motivado por los fundamentos más sólidos de estas economías y el exceso de liquidez global.

Durante el primer trimestre de este año el riesgo soberano de Uruguay continuó descendiendo en forma más pronunciada que en el resto de los países emergentes. El riesgo soberano de Uruguay cayó 8.8% con respecto al cuarto trimestre del 2009 en tanto que el de Brasil lo hizo en 5%. Por su parte, el riesgo soberano argentino se incrementó 2% como consecuencia de ciertos momentos de incertidumbre vividos en relación al eventual reingreso al mercado de capitales.

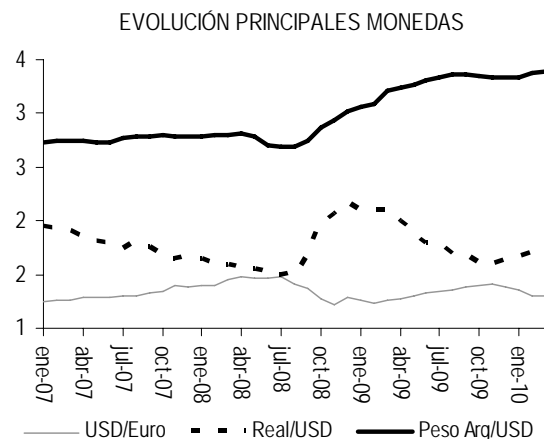


Fuente: Bloomberg.

En este escenario, se incrementó el acceso de las empresas y de los gobiernos a los mercados internacionales en condiciones ventajosas tanto de tasas como de plazos. En el último trimestre de 2009 Latinoamérica fue la región más dinámica en la

colocación de deuda con incrementos de los montos colocados y menores costos de acceso al crédito. En la segunda mitad de este año, los países desarrollados seguirán retirando los mecanismos de apoyo al sistema financiero, no obstante lo cual se estima que las tasas de referencia continuarán bajas y la liquidez será abundante. En ese contexto, se mantendrá una favorable diferencia de tasas de interés para los países emergentes y en niveles bajos, que permitiría a éstos tener un manejo de los pasivos que disminuya su costo y aumente el plazo promedio del endeudamiento.

Las monedas de los países emergentes se fortalecieron en relación al dólar y al euro. En particular, esta última moneda se debilita frente al dólar como consecuencia de los abultados déficits fiscales que han hecho crecer la deuda a niveles sin precedentes en la Zona del Euro.



Fuente: Bloomberg.

La economía argentina creció 0.9% durante 2009 impulsada por el consumo privado y las exportaciones. La tendencia hacia la recuperación parece ir consolidándose con las cifras de crecimiento de los últimos meses. Desde diciembre se observa un continuo proceso de expansión alimentado tanto por las bajas bases de comparación de los mismos meses de 2009, como así también por una recuperación tanto en el frente externo como interno. De este modo, las perspectivas desde el punto de vista del nivel de actividad son favorables por el estímulo que proviene del lado de la demanda. Sin embargo, este estímulo de la demanda mediante la expansión del gasto público podría conducir a mayores tasas de inflación que en el pasado.

Como una medida para combatir la inflación, el gobierno argentino detuvo las exportaciones de la mayor parte de los cortes de carne, exceptuando los productos termoprocesados y de alta calidad

destinados a Europa. De acuerdo a esta visión, la reducción de la faena verificada en los últimos meses provocó un *shock* de oferta que redundó en un incremento de los precios en el mercado local. Las restricciones a las exportaciones de carne impuestas por el gobierno argentino a sus productores, aumentan las posibilidades de colocación de la producción uruguaya en el mercado cárnico internacional.

El gobierno argentino se aproxima a la posibilidad de regularizar su situación con los mercados financieros internacionales, y – de ese modo – recuperar el acceso al crédito. Se especula que antes de fin de mes se estará efectivizando una propuesta de canje a los tenedores de bonos que no se acogieron al canje de 2005, que representa alrededor de USD 20.000 millones (sin contar intereses). En 2001 el default ascendió a USD 95000 millones.

En Brasil, el nivel de actividad se contrajo 0.2% en 2009 determinando que el PIB per cápita descendiera 1.2%. El descenso en la producción agropecuaria en 5.2% y de la industria en 5.5% junto con el crecimiento de los servicios en 2.6% explican el leve retroceso del año 2009. Del lado del gasto la caída se explica por la contracción en la formación bruta de capital fijo en 9.9% y de las exportaciones en 10.3% que no fue contrarrestado por el crecimiento del consumo privado de 4.1% y el consumo del gobierno de 3.7%. La tasa de ahorro cayó de 18% a 14.6% y la de inversión descendió de 19% a 16.5% por lo que la brecha entre ahorro e inversión se mantuvo sin cambios.

La inflación fue 4.8% en los doce meses acumulados a febrero, lo que representa cierta aceleración inflacionaria. Esto no pone en duda el cumplimiento de las metas de inflación por parte del BCB. Se debe señalar que la tasa de referencia Selic aún se encuentra en el valor históricamente bajo de 8.75%.

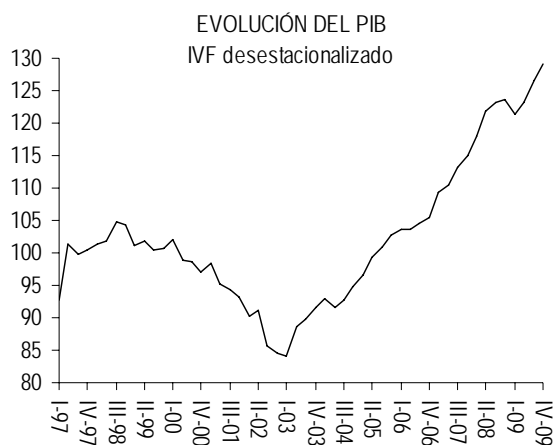
Finalmente, en el frente fiscal se verificó un superávit primario de 2.3% del PIB en los doce meses cerrados a enero lo cual contribuyó a reducir la deuda neta total del sector público que se ubicó en 41.7% del PIB. Si bien aún se está lejos de la meta de superávit primario de 3.3% del PIB, el superávit viene creciendo continuamente desde noviembre en virtud de que en este año comenzaron a caducar las exenciones tributarias y, además, se espera que Brasil retome una vigorosa senda de crecimiento.

1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

La economía uruguaya creció 2.9% en 2009, logrando sortear la crisis que alcanzó a buena parte de la economía mundial. En el cuarto trimestre el PIB se expandió 2.1% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, mientras que en términos interanuales el crecimiento fue de 4.5%.

Los efectos de la crisis internacional se reflejaron en una caída del PIB durante el primer trimestre (en términos desestacionalizados). No obstante, en el transcurso de 2009 se asistió a un proceso de recuperación que determinó que al cabo del año la actividad económica se expandiera y volviera a situarse en niveles récord de producción.



El Ingreso Nacional Disponible se expandió a un ritmo mayor que el del PIB (4.9%), gracias a la disminución de la remuneración neta de factores al exterior junto con una ganancia en los términos de intercambio. El sector privado moderó el gasto en bienes de consumo, lo que dio lugar a un incremento del Ahorro Bruto (19.4%). Por su parte, el gasto en bienes de capital se redujo al influjo del comportamiento del sector privado. Como resultado de ambas tendencias disminuyó en forma significativa la necesidad de financiamiento externo.

Oferta y utilización finales

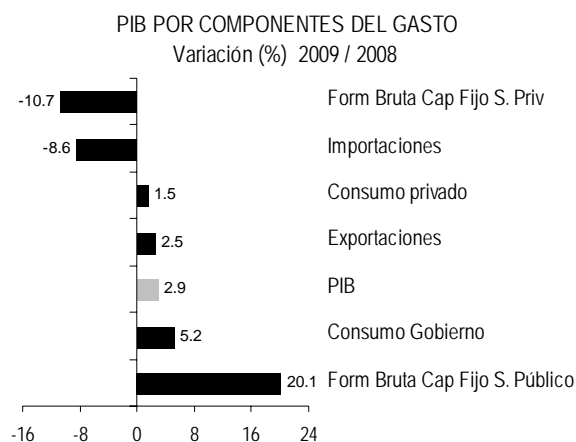
La oferta final total permaneció incambiada en 2009, ya que la expansión comentada del PIB resultó contrarrestada por una reducción de las importaciones de bienes y servicios (8.6%), que tuvo lugar fundamentalmente en el primer semestre del año. La retracción de las compras al exterior debe asociarse, sobre todo, con el ajuste del gasto del sector privado en bienes de inversión, en un contexto de mayor

incertidumbre derivado de la crisis internacional. Asimismo, pudo observarse una reducción de las importaciones de petróleo respecto a los altos niveles observados en 2008 debido a la mayor generación de energía termoeléctrica, vinculada a la sequía.

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento del PIB se explicó fundamentalmente por la expansión de todos los sectores, con la excepción de la Industria Manufacturera. Por su mayor incidencia, se destaca el incremento de Transporte y Comunicaciones (por el crecimiento sostenido que viene registrando la telefonía celular), Otras Actividades (Intermediación Financiera, Gobierno General y Otros Servicios) y Electricidad, Gas y Agua (por la mayor generación eléctrica).

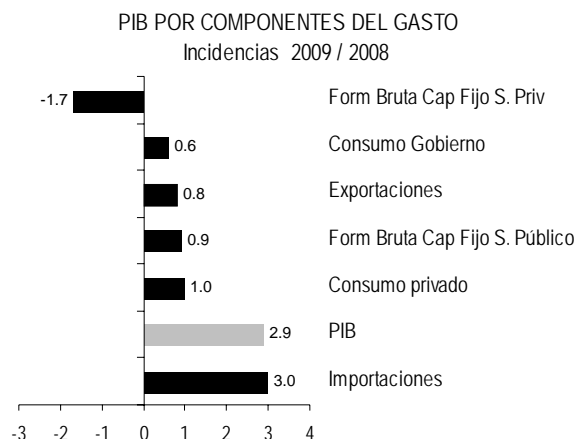
Si bien el Sector Agropecuario y la Industria Manufacturera mostraron un mal desempeño en la primera parte del año, en el margen y a partir del segundo trimestre comenzaron a mejorar. Ello fue posible gracias a condiciones internacionales más favorables que alentaron la producción de varios cultivos (sobre todo cereales), el incremento de la faena y posibilitaron la expansión del nivel de actividad de varios rubros agroindustriales (carne, arroz, cebada).

Desde el punto de vista del gasto, el motor del crecimiento en 2009 provino principalmente del sector público. En efecto, el gasto público (en consumo e inversión) se expandió 9.5% en 2009 y a la postre explicó la mitad del incremento del PIB. Por su parte, la demanda externa también contribuyó, aunque en menor medida, a aumentar el nivel de actividad.



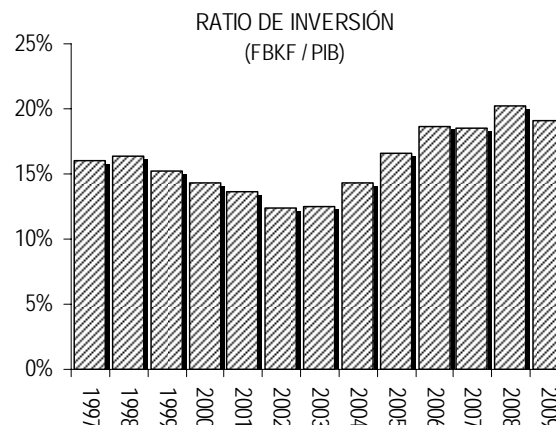
El consumo del sector privado creció a una tasa inferior a la del PIB (1.5%) y por debajo de la del Ingreso Nacional. Dicho comportamiento no fue uniforme a lo largo del año. En la primera mitad

permaneció virtualmente estancado. Se estima que la agudización de la crisis internacional a fines de 2008 habría afectado las expectativas y frenado el gasto en algunos bienes, en particular durables. En el segundo semestre retomó cierto dinamismo, aunque a tasas moderadas.



La Formación Bruta de Capital Fijo del sector privado se redujo respecto a los altos niveles del año anterior (10.7%). El componente más afectado fue el de Maquinarias y Equipos, influido negativamente por la percepción de mayores riesgos acerca de la evolución de la situación internacional. En contrapartida, la inversión pública tuvo un comportamiento expansivo (20.1%), sobre todo en construcción, por la culminación de grandes proyectos de infraestructura, y también en Maquinarias y Equipos efectuada por las empresas públicas.

Como resultado de esta evolución, en 2009 la tasa de inversión (FBKF/PIB) se ubicó en 19.1%, reduciéndose 1 punto porcentual respecto al nivel observado en 2008, que fue el máximo de la serie de acuerdo con la estimación del nuevo sistema integral de medición de las Cuentas Nacionales.



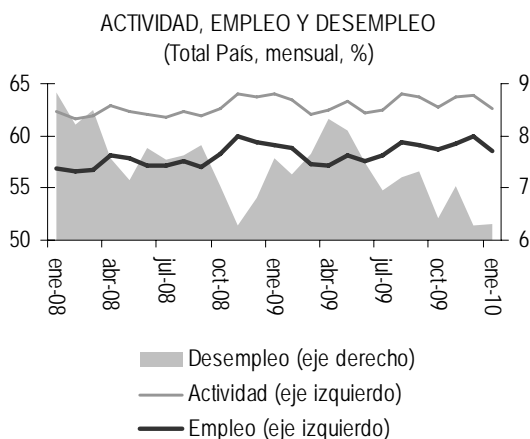
Las exportaciones de bienes y servicios crecieron en el año (2.5%). Las ventas de bienes se expandieron

impulsadas por las mayores ventas de *commodities* agrícolas (en particular trigo y soja) y manufacturas de origen agropecuario (lácteos, carne, arroz y pasta de celulosa). Por su parte, algunos rubros de exportación que habían acusado los efectos de la crisis internacional, en el último tramo del año comenzaron a recuperarse. Cabe destacar que Brasil y China aumentaron su participación como destino de exportación de bienes en comparación al año anterior. Las exportaciones de servicios se redujeron, ya que el aumento de los ingresos turísticos no logró compensar la reducción verificada en otros servicios más afectados por la situación internacional, como es el caso del transporte marítimo.

Mercado de Trabajo

La tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 6.3% en enero de 2010, permaneciendo sin cambios respecto al mes anterior. Este resultado derivó de una caída en la demanda de trabajadores de igual magnitud al descenso en la oferta de empleo. Desde una perspectiva de más largo plazo, constituye el mínimo histórico de la serie, registrado también en noviembre de 2008, previo al desencadenamiento de la crisis internacional.

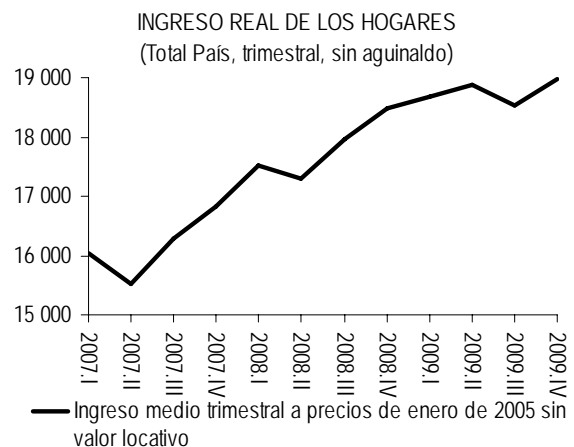
Sin embargo, se detuvo el crecimiento del número de personas empleadas en las localidades de 5000 o más habitantes observado desde mayo (componente tendencia-ciclo). Los sectores de actividad que incidieron más significativamente en la caída del número de ocupados son Construcción, Servicio Doméstico y Enseñanza.



Si bien el desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos, su composición presenta un sesgo hacia los más jóvenes, las mujeres y aquellos individuos con menor nivel de calificación. En efecto, la tasa específica de desempleo para los menores de 25 años alcanza 17.9% en enero, mientras que para

individuos de 25 y más años es apenas 4%. A su vez, la tasa de desempleo para las mujeres asciende a 8.4% mientras que la de los hombres es sólo 4.5%. Considerando el nivel de educación, del total de desocupados en diciembre sólo la mitad tenía ciclo básico completo, apenas 17% había culminado secundaria mientras que sólo 1.2% tenía universidad completa. En este sentido, el gobierno anunció la necesidad de instrumentar políticas de empleo específicas y focalizadas hacia estos sectores.

La cantidad de beneficiarios del subsidio por desempleo creció abruptamente en los primeros dos meses del año, alcanzando a 26.047 trabajadores en febrero. Este dato implica un incremento de 2.800 individuos respecto a diciembre de 2009. Por otra parte, el número de solicitudes se mantiene elevado, totalizando 7.049 en febrero. El sector con mayor cantidad de trabajadores en el subsidio por desempleo es la Construcción, y en segundo lugar se encuentra la Industria Manufacturera.



Cerrado el año 2009, el poder adquisitivo de las familias para el total del país, se incrementó en promedio 5.2% en términos interanuales, lo que marca una desaceleración respecto a los aumentos registrados en años anteriores. La tasa de crecimiento del ingreso real de los hogares fue superior en el interior que en la capital del país.

1.2.2 Sector externo

La ganancia de reservas de 2009, si bien inferior a la de 2008 fue considerable: más de USD 1500 millones.

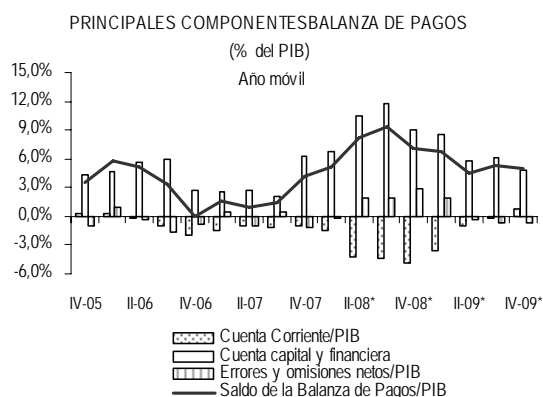
Mientras que en 2008 dicha ganancia fue producto de los movimientos financieros registrados como de los

no registrados;¹ en el año 2009 además de estos movimientos financieros registrados incidió el superávit en Cuenta Corriente que alcanzó a USD 259 millones, frente al déficit inusualmente elevado de más de USD 1.500 millones del año anterior.

Luego de la profundización que había alcanzado la crisis financiera mundial a fines de 2008, las tendencias experimentadas por el sector externo uruguayo sufrieron un quiebre a partir de mediados de 2009 al influjo de la mejora en el escenario internacional, donde comenzaron a mejorar las expectativas, con la consiguiente menor incertidumbre y –aunque todavía con episodios vinculados a la crisis– una amortiguación de la volatilidad.

Los movimientos financieros con el Resto del Mundo revirtieron la fuerte desaceleración en el ingreso de capitales y como consecuencia, se mantuvo la ganancia de activos de reserva que se venía registrando.

La cuenta corriente, que había mantenido un déficit hasta el tercer trimestre del año, no reaccionó a este cambio en las condiciones de financiamiento, alcanzando inclusive en el cuarto trimestre un superávit del entorno del 0.8% del PIB.



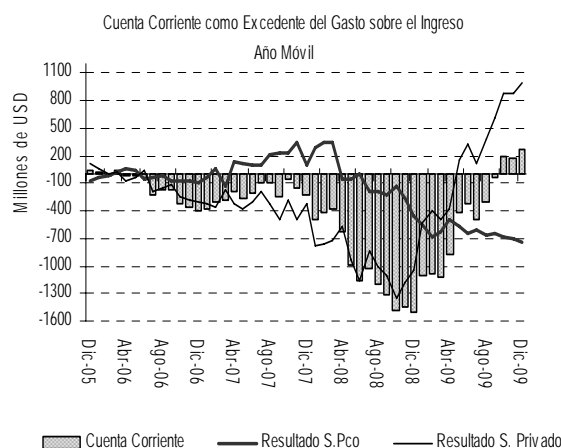
Principales desarrollos de la Cuenta Corriente

En el transcurso de 2009 se acentuó la tendencia al equilibrio entre el ingreso de residentes y el gasto (corriente y de inversión), alcanzando a partir del mes de octubre a doce meses móviles, una brecha positiva entre el ingreso y el gasto. Esto se reflejó en un superávit en cuenta corriente de más de USD 250 millones.

1. Si bien en este documento se considera que los movimientos no registrados corresponden fundamentalmente a movimientos de capital, también podrían corresponder a transacciones de la cuenta corriente.

El mayor crecimiento del ingreso disponible (4.9% para 2009), que el del consumo (2%), junto con la caída de la formación bruta de capital (-10.7%) es lo que explicó este comportamiento.

Este resultado se deriva principalmente del comportamiento del sector privado, ya que por el contrario el sector público continuó acentuando su déficit fiscal a lo largo del año. La mejora del escenario internacional no pareció inducir al sector privado a una reducción inmediata en la brecha ingreso-gasto, que sin embargo continuó creciendo a todo lo largo de 2009, llegando a casi a los USD 1000 millones a doce meses móviles cerrados a diciembre.



En términos de los grandes agrupamientos de los registros de la balanza de pagos, aproximadamente el 98% de la variación del saldo en cuenta corriente entre 2009 y 2008 se debió al vuelco de la cuenta comercial, la cual pasó de un déficit de USD 926 a un superávit de USD 796 millones. Dicho incremento sucedió en un marco de contracción en el intercambio comercial tanto de bienes como de servicios, ya que mientras las exportaciones verificaron una caída a valores corrientes de aproximadamente 8%, las importaciones lo hicieron en el orden de 24%.

El rubro Renta también contribuyó al mejoramiento de la cuenta corriente, con una disminución de su déficit del entorno de USD 50 millones respecto a 2008.

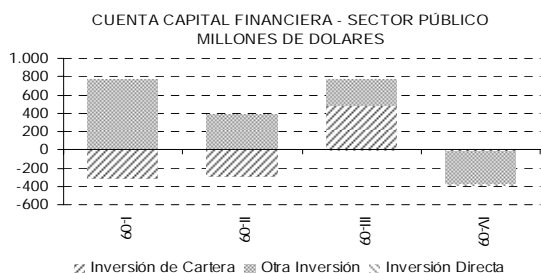
Las exportaciones de mercancías presentaron una caída cercana al 10% en valores corrientes con respecto al año anterior, mientras que las importaciones tuvieron una variación de -24%. Cabe destacar que en el año 2008 las importaciones de petróleo registraron una cifra récord debido a la crisis energética, que sequitó mediante, obligó la realización de importaciones de petróleo en el pico de precios. El descenso más intenso de los valores comprados al

exterior que los vendidos se fundamentó tanto por caída en los precios como en los volúmenes importados. Los valores exportados de las mercaderías cayeron por descenso de sus precios ya que se verificó un incremento en términos de volúmenes de aproximadamente 4%. A lo largo de 2009, tanto las ventas como las compras externas en los primeros meses del año presentaron una tendencia decreciente. Sin embargo hacia fines de 2009 se verificó una recuperación de ambas explicada por el mayor comercio por volúmenes como por precios.

Los movimientos de servicios turísticos con el exterior más que contrarrestaron el déficit del rubro bienes (de USD 275 millones), pues generaron USD 281 millones adicionales de divisas en 2009 en comparación con 2008. La variación del gasto diario promedio de USD 67,9 (en 2008) a USD 87,5 (en 2009) realizado por los turistas ingresados fue el principal factor que determinó el aumento de 24% en las exportaciones de servicios turísticos entre dichos años. En las importaciones de servicios turísticos se verificó una disminución de 6%, producto de una baja en el gasto per cápita y la estadía media.

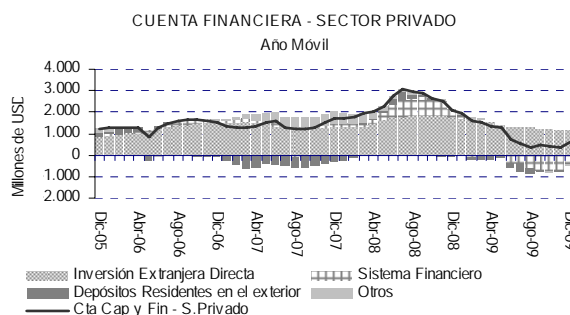
Principales desarrollos de la Cuenta Capital y financiera

La Cuenta Capital y Financiera registró para el año 2009 una entrada neta de capitales de USD 1.529 millones, sustancialmente menor a la registrada para el año anterior que había superado los USD 2.800 millones. Para 2008, en el entorno del 75% del flujo de capitales recibidos por el país fueron destinados al sector privado; sin embargo para 2009 este porcentaje disminuyó a 40%. El ingreso neto de divisas registrados por el Sector Público, estimado en más de USD 900 millones para 2009, obedeció fundamentalmente al aumento de pasivos del Gobierno Central y de la Autoridad Monetaria con organismos multilaterales de crédito, y en menor medida a la captación del ahorro externo a través de la emisión de un bono en el mercado internacional.



Por su parte el Sector Privado, verificó un ingreso de fondos financieros cercano a los USD 600 millones,

casi USD 1500 millones menos que para 2008. Este menor ingreso fue consecuencia principalmente del cambio de comportamiento del sistema financiero, - que pasó de registrar una entrada de más de USD 300 millones a una salida cercana a USD 400-; y a la desaceleración que presentó el flujo de inversión extranjera directa. De todos modos, los movimientos financieros vinculados a empresas de inversión extranjera directa aportaron fondos por una cifra estimada en más de USD 1.100 millones en el conjunto de 2009.²



En este período el sector público continuó el fortalecimiento de la liquidez a través de la obtención de créditos con organismos multilaterales, a lo que adicionó esta emisión internacional de bonos. La emisión fue por USD 500 millones a un rendimiento de 6.875% anual en dólares alcanzando niveles similares a los que presentaba Uruguay antes de la profundización de la crisis financiera de setiembre de 2008.

Como consecuencia del paquete de medidas impulsado por los presidentes del Grupo de los 20 (G-20) para enfrentar la crisis financiera internacional, y con el objetivo de aportar liquidez al sistema económico mundial, el FMI asignó recursos a todos sus países miembros, lo que representó para Uruguay derechos especiales de giro (DEG) por un monto cercano a los USD 400 millones. Además, en el mes de setiembre el Gobierno Central volvió a realizar una emisión después de más de un año que no emitía en el mercado externo.

A nivel del sector privado residente, como se mencionó anteriormente, la desaceleración del ingreso global de fondos que se produjo hasta mediados de año se debió a las salidas con origen en la banca instalada en Uruguay, y a la de los movimientos financieros vinculados a empresas de Inversión Extranjera Directa.

² Al respecto cabe señalar que una parte considerable de esta inversión se releva mediante encuesta una vez finalizado el año civil, por lo cual la cifra puede experimentar un ajuste importante.

A diciembre de 2009 respecto a igual período anterior, los bancos privados incrementaron, su posición neta con no residentes. La contrapartida fue una caída de su posición con residentes, debido al descenso de la posición con el sector privado residente que no fue compensada por el aumento de la posición con el sector público residente (por aumento de activos contra el BCU en primer lugar y contra el gobierno en segundo).

El sistema financiero privado venía registrando, hasta el tercer trimestre del año, una considerable salida neta de fondos, ya que venían incrementando su posición neta con no residentes. Sin embargo, para el último trimestre del año se revierte esta tendencia y se produce un ingreso de fondos ya que los pasivos externos aumentaron en mayor proporción que los activos externos.

Variación Activos de Reserva

A diciembre de 2009 el stock de activos de reservas del Banco Central del Uruguay superaba los USD 7.900 millones, aumentando -conforme a la medición de balanza de pagos, que registra exclusivamente la variación por transacciones- USD 1588 millones a lo largo del año. Esta ganancia fue producto de las compras de divisas, del aumento de las cuentas del Gobierno y en menor medida de su superávit en moneda extranjera. Por el contrario, los depósitos en moneda extranjera de las instituciones financieras disminuyeron más de USD 500 millones, debido a la entrada en vigencia -a partir del 1 de octubre de 2009- de la modificación del régimen de encajes. Se redujeron en cinco puntos porcentuales las alícuotas de exigencias del encaje mínimo obligatorio, bajando del 35% al 30% las tasas correspondientes a los depósitos en moneda extranjera. La decisión adoptada dio cuenta del carácter transitorio de la resolución adoptada en mayo de 2008, de aumentar las tasas de encajes.

2 La Política Monetaria en el primer trimestre de 2010

2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

El Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) resolvió el pasado 21 de diciembre mantener en 5% el objetivo de inflación anual para los doce meses cerrados en junio de 2011, al tiempo que redujo en +/- 1% el margen de tolerancia para el cumplimiento de dicha meta. De esta manera, el rango meta de inflación pasará del actual 3%-7% a 4%-6% a partir de junio de 2011.

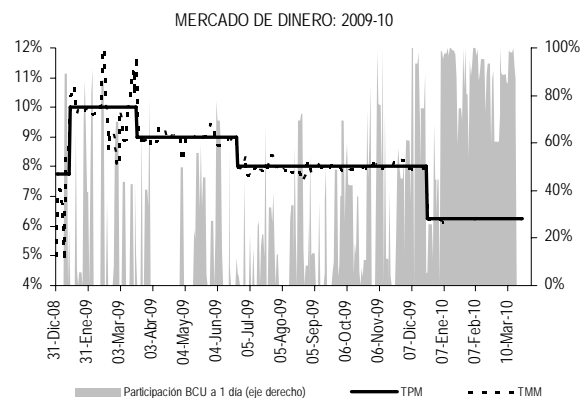
En la misma fecha el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió recortar en 175 puntos básicos la Tasa de Política Monetaria (TPM) llevándola a 6,25%.

En paralelo y de acuerdo a lo resuelto por el Directorio del BCU, continuó la reducción de los requerimientos de Encajes Obligatorios, tanto en pesos como en moneda extranjera. Dentro del programa de reducción de requerimientos en moneda nacional la tasa de encaje aplicable a los depósitos a menos de treinta días se redujo de 20% a 12% a partir del primero de enero. También las tasas establecidas para las obligaciones en moneda extranjera se siguieron rebajando, aunque de manera más paulatina.³

Estas modificaciones normativas repercutieron de manera importante en el manejo de liquidez de las instituciones bancarias, ya que a partir de la última reducción los Encajes Obligatorios se habrían ubicado por debajo de los técnicos. Como consecuencia de ello no solo se observó una caída en la tenencia del total de instrumentos líquidos por parte de los bancos, sino que también se constató una recomposición hacia instrumentos líquidos y rentados, como la facilidad de depósito, los Certificados de Depósitos emitidos por el BCU y fundamentalmente préstamos realizados a la autoridad monetaria en el mercado Call.

A partir de lo anterior la participación del BCU en el mercado de dinero registró un importante aumento, alcanzando varios días a niveles cercanos al 100%. Este hecho no necesariamente reflejó la existencia de un exceso de liquidez estructural, ya que en más del

80% de los días del trimestre hubo operaciones entre los propios bancos.



El aumento de la demanda por activos líquidos rentados del sistema obligó a una elevada participación del BCU en el mercado a un día de plazo tomando fondos, con el objeto de sostener la tasa de política. Por esa razón los promedios diarios, tanto de la Tasa Call interbancaria como de la TMM, se ubicaron exactamente en 6,25%⁴. Asimismo, ello determinó que la TMM prácticamente no tuviera volatilidad.

En el primer trimestre del año los principales factores que expandieron la liquidez de manera permanente fueron la reducción de los requerimientos de encaje antes mencionados y las importantes compras de divisas que realizó la autoridad monetaria. Estas últimas, que hasta el 24/03/2010 totalizaron U\$S 545 millones, fueron realizadas con el objetivo de moderar las variaciones del tipo de cambio.⁵ Como consecuencia la cotización del dólar estadounidense tuvo una menor volatilidad que en el resto de los mercados latinoamericanos.

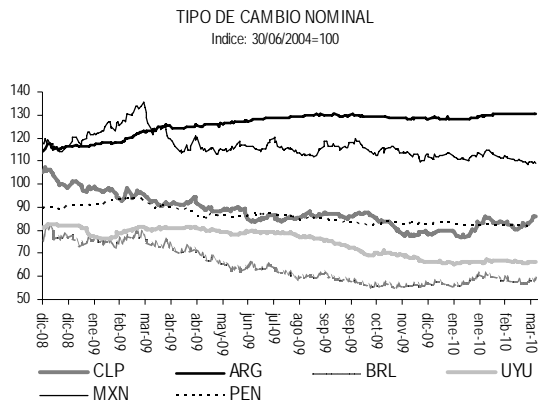
Como es habitual, en el primer trimestre del año el BCU debió esterilizar estos aumentos de carácter permanente de la oferta de liquidez, mediante la emisión de Letras de Regulación Monetaria y Notas, que están nominadas en pesos o en Unidades Indexadas (UI), y que en su mayor parte son constituidas en moneda nacional. De esta forma el

³ Esta previsto que en julio de 2010 culmine el proceso de reducción de encajes en moneda extranjera, llegando a tasas de 15% para las obligaciones a menos de 180 días y 9% para las que tienen plazos superiores a ese lapso.

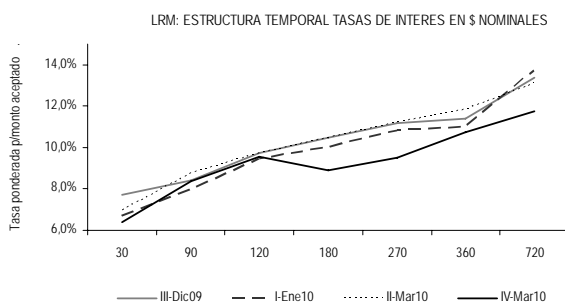
⁴ La Tasa Media de Mercado (TMM) incluye las tasas de las siguientes operaciones: Call interbancario, Call Giro, CDs a un día emitidos por el BCU, y REPOS y REPES a un día realizados por el propio BCU.

⁵ De esos U\$S 545 millones, U\$S 479 millones correspondieron a compras efectuadas en el mercado, mientras que el resto responde a diversos motivos entre los cuales se cuenta la constitución en dólares de los títulos en moneda nacional.

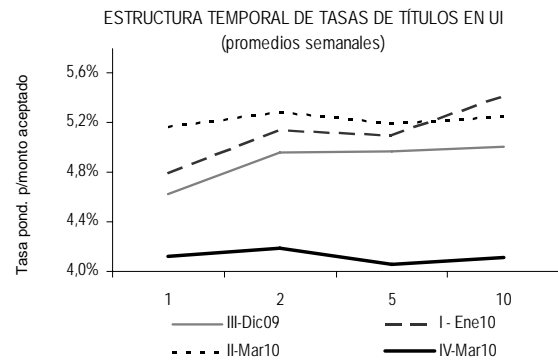
circulante de LRM en pesos nominales y en UI se incrementó en casi \$ 12.400 millones entre fin de diciembre y el cierre de febrero. Buena parte de este aumento responde a las colocaciones especiales de estos títulos que se realizaron tras la liberación de encajes.



Las tasas pagadas en las licitaciones de LRM en pesos nominales reaccionaron en el sentido esperado a la reducción de la TPM dispuesta a fin de diciembre y a la posterior liberación de fondos que provocó la disminución de los requerimientos de encaje. Luego de la caída inicial, que como suele acontecer fue más significativa en los tramos más cortos de la curva de rendimientos, estas tasas experimentaron variaciones en el resto del trimestre, las que, según el período, fueron respondiendo a diversas situaciones de mercado, como cambios registrados en el Riesgo País, en las expectativas de inflación de los agentes, etc.



Sobre el final del periodo las curvas de rendimientos mostraron reducciones significativas también en los plazos largos –probablemente explicadas por la importante reducción del riesgo país- lo que implicó que ambas curvas se aplanaran.



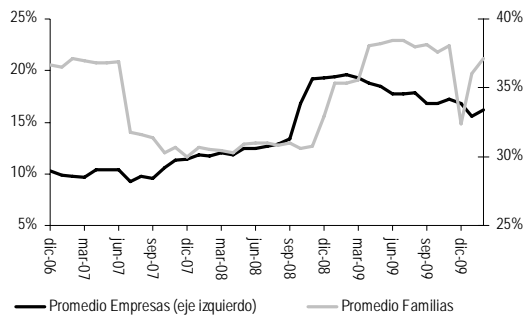
Las tasas de interés de los títulos emitidos por el BCU sirven de referencia para las operaciones pasivas y activas realizadas por los bancos con el público. Este rol de referencia resulta esencial para el proceso de reconstrucción de los mercados en moneda nacional y el consiguiente fortalecimiento de los canales de transmisión de la política monetaria vía la demanda agregada.

En el primer trimestre de 2010 el comportamiento de las tasas activas reflejó tanto el impacto directo de la reducción de los encajes, como de los movimientos de las tasas de las LRM, en particular las de menor plazo. Este comportamiento pudo observarse tanto en los segmentos más competitivos del mercado de crédito en moneda nacional (que corresponde a las líneas de financiamiento a empresas), como en el menos competitivo, vinculado a las líneas de crédito a familias.

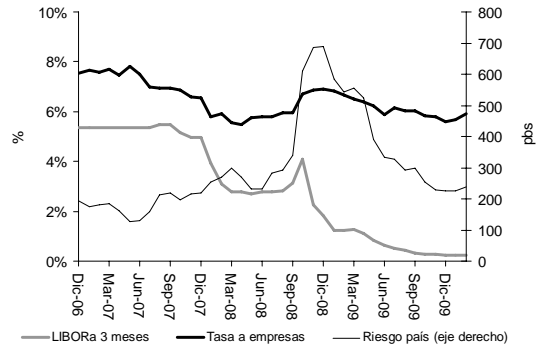
Es así cómo las tasas activas en moneda nacional cobradas a empresas bajaron hasta enero, por efecto de la reducción de encajes y la caída de las tasas de las LRM, y luego repuntaron en febrero, cuando las tasas de las LRM comenzaron a aumentar. En los préstamos a familias también hubo una caída de tasas a comienzos de año y una posterior suba en febrero.⁶

⁶ En este último análisis debe hacerse abstracción de la fuerte caída que experimentó la tasa promedio de diciembre, que estuvo muy influenciada por el bajo costo de los préstamos a los pasivos otorgados por el BROU.

TASAS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL

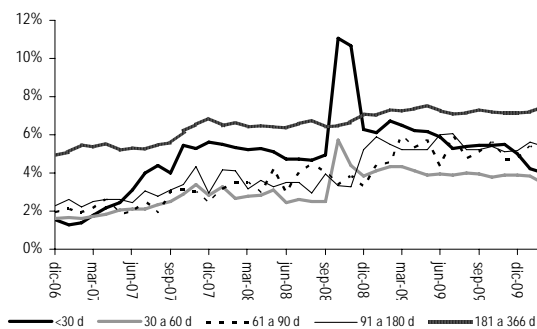


TASAS ACTIVAS USD, LIBOR y RIESGO PAÍS

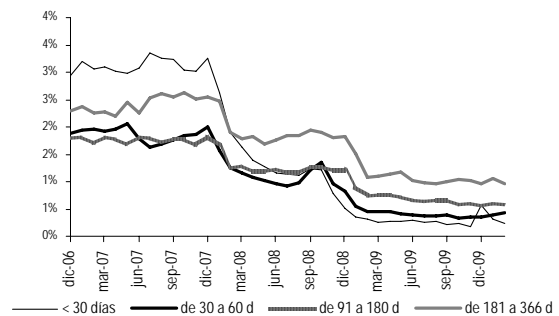


En las tasas pasivas se observaron comportamientos disímiles según el plazo. Las tasas de los plazos más cortos (hasta 60 días) experimentaron caídas en enero y febrero, acompañando la caída de la TPM, y su efecto inicial sobre las tasas de las LRM. En los plazos más largos se observaron aumentos en las tasas de interés, lo que podría estar explicado por los menores costos de captación de las instituciones bancarias derivados de a la reducción de encajes, y por el leve repunte de las expectativas de inflación.

TASAS PASIVAS EN MONEDA NACIONAL



TASAS PASIVAS EN USD



Tampoco en las tasas pasivas en dólares se constató un impacto de los cambios en el régimen de encajes, manteniéndose las mismas relativamente estables en torno a niveles cercanos a cero, en línea con el comportamiento de las tasas internacionales.

2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

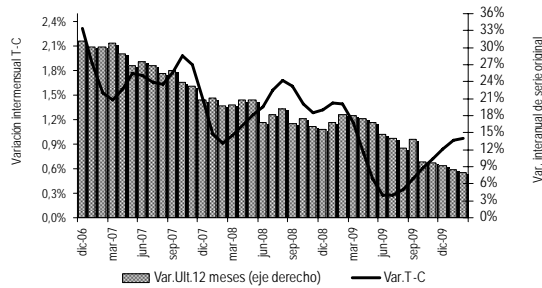
En economías con un alto grado de dolarización como es el caso de la economía uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, que es la moneda en la cual se pactan la enorme mayoría de las operaciones en moneda extranjera.

Durante el primer trimestre de 2010 el crédito bancario atravesó una fase de clara recuperación, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

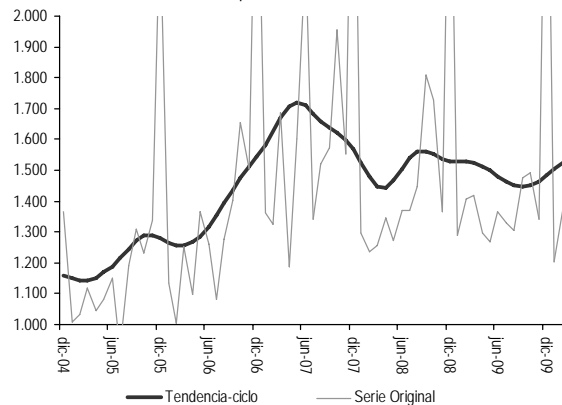
En las tasas activas en dólares no se observó un impacto significativo de la reducción de los encajes, ya que en los primeros meses de 2010 las tasas cobradas a empresas registraron incluso un pequeño repunte, que podría asociarse al leve aumento del Riesgo País. No debe descartarse que la gradual reducción de encajes que se está procesando comience a impactar en estas tasas durante los próximos meses, al disminuir el costo de fondeo de los bancos.

En el caso del crédito en moneda nacional, el componente tendencia-ciclo de la serie de stocks, medida en términos reales pasó de crecer a tasas mensuales cercanas a cero a mediados de 2009, a tasas de 1% en los primeros meses de 2010, equivalente a 12% anualizado. De esta manera, la fase de desaceleración que había atravesado luego de la crisis financiera internacional, quedó atrás.

CREDITO AL SECTOR PRIVADO EN M.N.
en pesos constantes



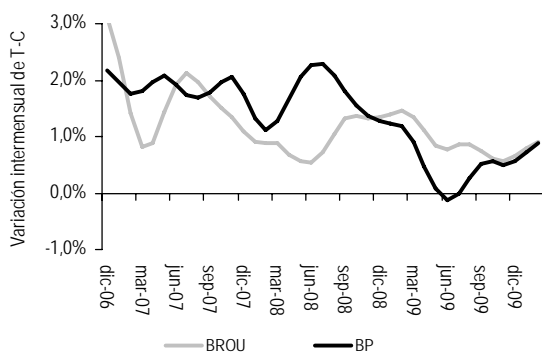
FLUJOS MENSUALES DE CRÉDITO EN M.N.
En millones de pesos constantes de enero 98



En la Banca Privada (BP), el stock de crédito venía presentando tasas de crecimiento levemente negativas a mediados de 2009, pero luego de la recuperación pasó a registrar incrementos mensuales del 1% en los primeros meses de 2010. En el BROU, el ritmo de aumento del crédito se ubicó en 1% a comienzos de 2010, pero la desaceleración que se produjo tras la crisis había sido leve.

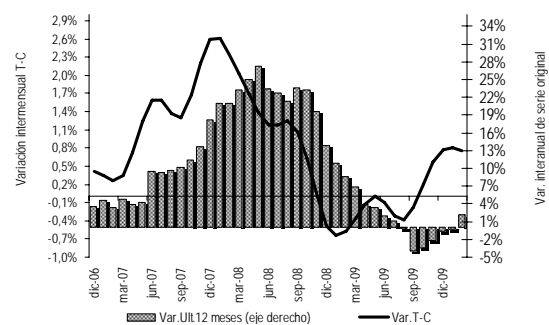
En los préstamos en moneda extranjera también se observó una recuperación, pero la misma ha sido más moderada. A diferencia de lo ocurrido con el crédito en moneda nacional, en el crédito en moneda extranjera sí hubo caídas en los stocks tras la crisis. La recuperación también en este caso se inició a mediados de 2009 y en los primeros meses de 2010 el ritmo de crecimiento del crédito en moneda extranjera, medido en dólares corrientes, se estabilizó en el entorno de 9% anualizado. Si este crédito se mide en términos del poder de compra de bienes y servicios locales, es decir deflactando las cifras de dólares corrientes por la inflación en dólares interna, se observa una caída anualizada cercana a 10%.

CREDITO EN M.N. - BROU y BP
En pesos constantes



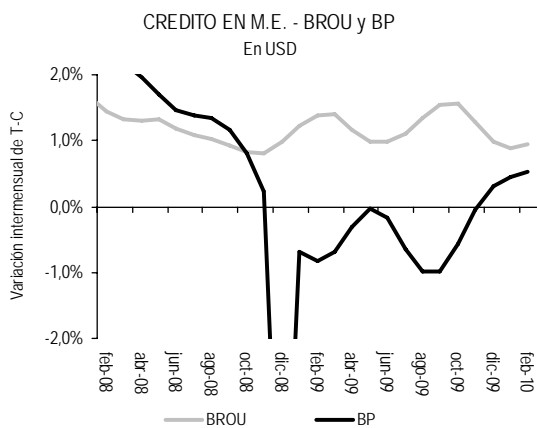
Los datos de flujos de crédito también mostraron una pérdida de ritmo con la crisis y una importante recuperación desde el segundo semestre de 2009. Medidos en pesos constantes los créditos nuevos se redujeron entre agosto de 2008 y setiembre de 2009, y luego aumentaron desde ese momento. De cualquier manera, el monto mensual de préstamos nuevos de los últimos meses se ubica todavía bastante por debajo del pico máximo alcanzado en mayo de 2007.

CREDITO AL SECTOR PRIVADO EN ME.
en dólares corrientes

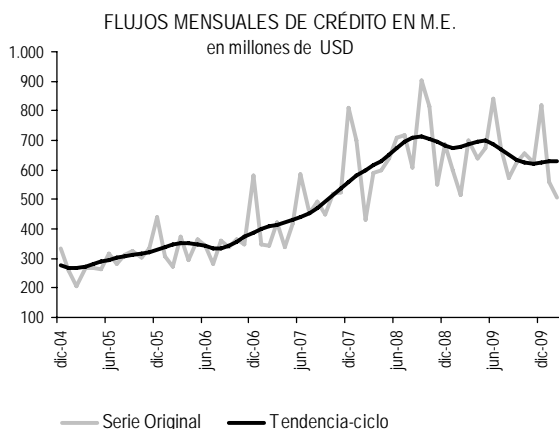


En la recuperación del crédito en moneda nacional puede haber incidido el repunte del nivel de actividad, y en menor medida la reducción de las tasas activas, que en el caso de los préstamos a empresas fue relativamente importante.

La recuperación en dólares corrientes del crédito en moneda extranjera estuvo impulsada por la Banca Privada (BP), que fue donde se observó una reducción de los préstamos durante la crisis. En el BROU el crédito no ha parado de aumentar, no evidenciándose efectos por la crisis internacional.



En los flujos de crédito en moneda extranjera se observa que el monto de nuevos créditos se estabilizó en torno a USD 630 millones mensuales, una cifra inferior a la que se registraba antes del agravamiento de la crisis.

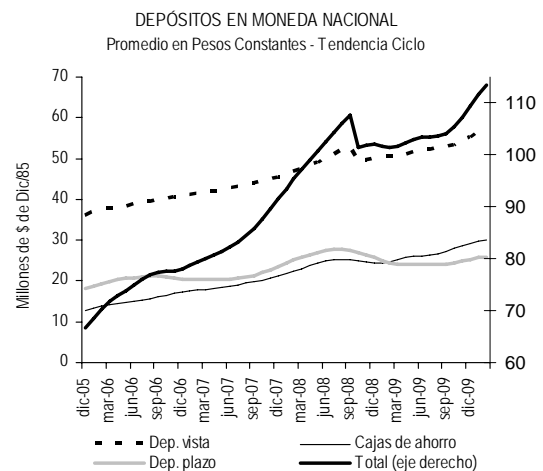


Por otra parte, los depósitos bancarios mantuvieron un importante dinamismo durante los primeros meses de 2010 y en el caso de los nominados en moneda nacional mostraron una aceleración.

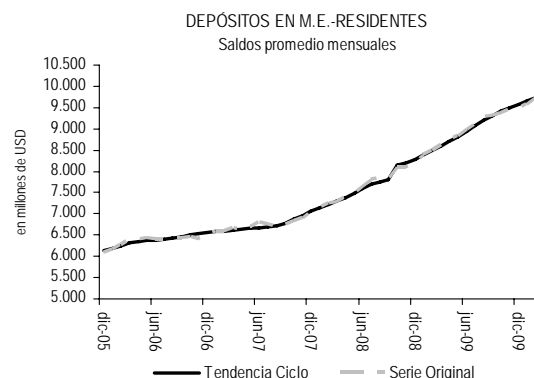
Si bien el crecimiento real de los depósitos en moneda nacional estuvo liderado por los depósitos transaccionales, también se registraron aumentos en las colocaciones a plazo fijo. Debe recordarse que el impacto de la crisis internacional sobre los distintos tipos de depósitos había sido muy distinto. En los depósitos a la vista se registró un escalón hacia abajo en el peor momento de la crisis y luego se retornó al crecimiento rápidamente. En las cajas de ahorro también hubo una caída, aunque mucho más suave, para retomar la tendencia creciente en poco más de un trimestre. En los plazos fijos los descensos fueron relativamente importantes durante los últimos meses de 2008 y en el primer semestre de 2009 alternaron

aumentos con caídas; fue recién en la segunda mitad del año que iniciaron una fase claramente creciente.

Los datos de flujos muestran que si bien la mayor parte de los nuevos depósitos en moneda nacional se siguieron constituyendo a plazos menores a 60 días, fueron aquellos constituidos a plazos más largos los que tuvieron un mayor dinamismo a fines de 2009 y comienzos de 2010. Debe recordarse que en los últimos meses algunas instituciones comenzaron a ofrecer tasas pasivas más atractivas por los depósitos a plazo en moneda nacional a plazos más prolongados.

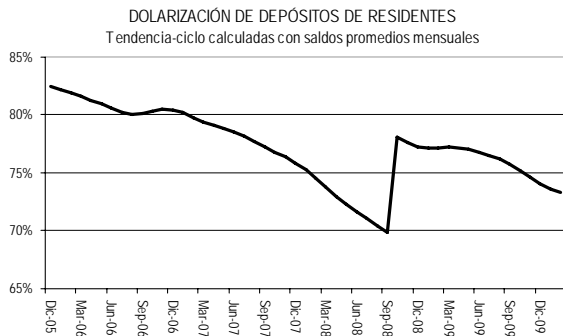


Los depósitos en moneda extranjera, la mayor parte de los cuales están nominados en dólares americanos, también mantuvieron una sostenida tendencia creciente durante el primer trimestre de 2010. Debe recordarse que en octubre de 2008, cuando la crisis financiera internacional estaba en su peor momento, estos depósitos habían mostrado un claro escalón hacia arriba.

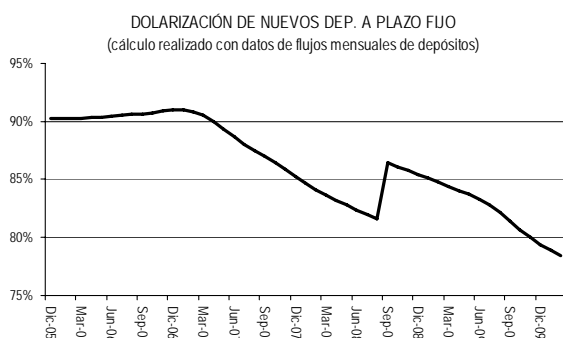


En ese momento también se produjo una brusca pero transitoria reversión en el proceso de "desdolarización" de los depósitos bancarios. Los depósitos en moneda extranjera mantenidos por agentes residentes representaban menos de 70% en

setiembre de 2008, pero el mes siguiente esta participación aumentó a 78%. Este ratio se mantuvo en niveles similares hasta mediados de 2009, pero desde ese momento se inició una nueva tendencia a la baja. En los primeros meses de 2010 el grado de dolarización de los depósitos se ubicó levemente por encima de 73%.

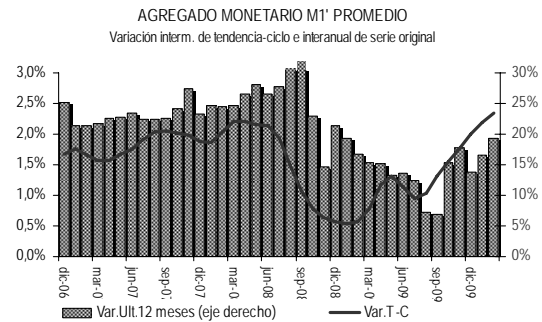


Al analizar las operaciones nuevas que se pactan en cada período se desprende que en el caso de los depósitos a plazo fijo el grado de dolarización habría aumentando bruscamente durante la crisis, para luego retomar a una senda decreciente. De cualquier forma, debe destacarse que todavía casi el 80% de los nuevos depósitos a plazo fijo se constituyen en dólares. La continuidad del proceso de desdolarización dependerá de manera crucial de lo que suceda en el futuro con la inflación y su volatilidad, donde la política monetaria juega un rol fundamental.



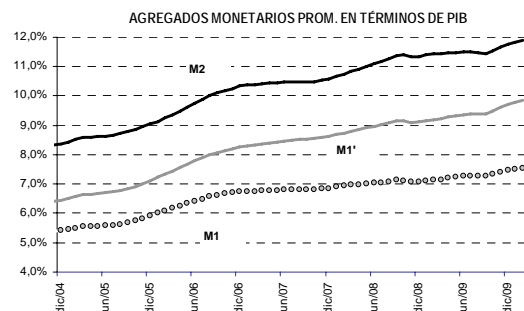
En la medida que aún en regímenes monetarios que manejan tasas de interés como el vigente en Uruguay, se mantiene la relación de largo plazo entre el dinero y los precios, resulta pertinente analizar la evolución de los medios de pago medidos en términos nominales, sin olvidarse de que -por imperio del control sobre la tasa- las cantidades quedan determinadas por la demanda. En los últimos meses los medios de pago mostraron una aceleración en su ritmo de crecimiento, lo que se

refleja tanto en sus variaciones mensuales del componente tendencia-ciclo como en las variaciones interanuales de las series originales. Esto se constató tanto en las mediciones realizadas con el agregado monetario M1 como en las efectuadas con el M1'.⁷



Esta evolución reciente de la oferta de medios de pago estaría reflejando una importante recuperación en la demanda real de dinero debido al repunte del nivel de actividad económica ("motivo de transacciones"), y a la reversión del cambio de portfolio hacia los activos en dólares que se había iniciado a mediados de 2008.

Ese mayor dinamismo no sólo se reflejó en la demanda de medios de pago, ya que el agregado monetario M2, que además de los medios de pago incluye a los depósitos a la plazo fijo, componente reserva de valor de la demanda de dinero, también volvió a repuntar en términos del PIB (casi 12% a febrero). Debe recordarse que el ratio de todos los agregados con el PIB se habían estabilizado en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009.

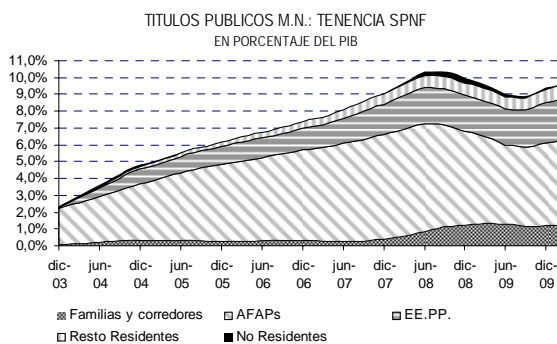


La tendencia reciente hacia la desdolarización de los activos financieros de agentes residentes se reflejó en el ya mencionado descenso en el grado de dolarización de los depósitos y en un aumento de la

⁷ El agregado M1 incluye el circulante en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional del público en los bancos. El M1' incluye estos mismos instrumentos y las cajas de ahorro.

tenencia de títulos públicos nominados en moneda nacional, que al cierre de febrero de 2010 era equivalente a 9,5% del PIB, nivel alto aunque inferior al máximo de 10,1% alcanzado en el tercer trimestre de 2008.

Este nuevo impulso al proceso de desdolarización puede estar vinculado a la debilidad del dólar a nivel internacional y los efectos que este fenómeno ha tenido sobre el mercado local, aunque también debe estar vinculado a aspectos más estructurales vinculados a la estabilidad de la moneda local y los cambios regulatorios que se han introducido desde 2003.



2.3 El balance monetario del banco central

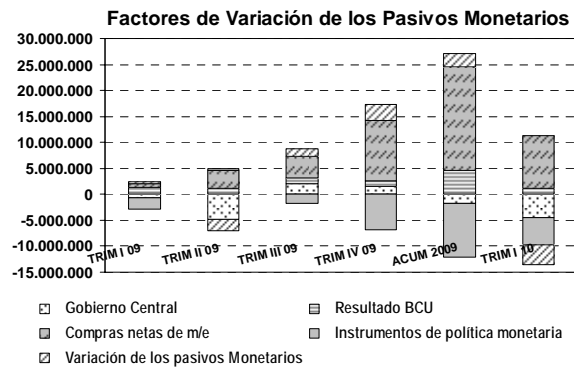
En el primer bimestre del presente año se mantuvo la fuerte tendencia creciente que durante el 2009 mostraron los Activos de Reservas propios del BCU. Esta evolución resultó de las importantes compras de divisas que realizó la autoridad monetaria al sistema financiero a fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio.

El efecto expansivo de dichas compras de divisas en el mercado equivalente a \$10.300 millones, se esterilizó a través de la colocación de instrumentos de regulación monetaria. Es así cómo el BCU colocó títulos en términos netos por un total de \$10.834 millones, distribuido en mitades entre pesos y UI. El resultado de la acumulación de Activos de Reserva y el aumento de endeudamiento en moneda doméstica ha determinado un aumento significativo de la posición en moneda extranjera del BCU, la que superó los USD 4.740 millones a fines de febrero.

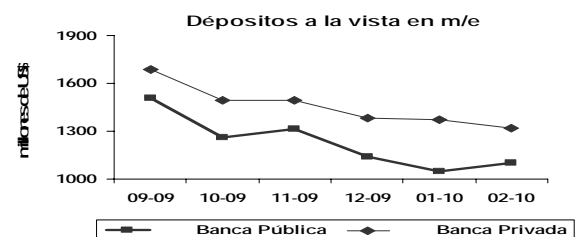
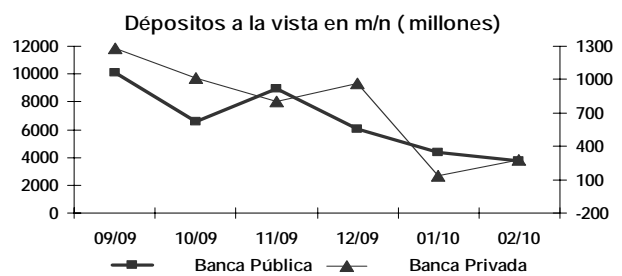
Las disímiles rentabilidades que tienen asociados los Activos de Reserva y los títulos emitidos por el Banco Central también se reflejaron en un peor Resultado Financiero del BCU. De esta forma a la expansión monetaria generada por las compras se agregó el

efecto del déficit en moneda nacional del BCU de \$1.094 millones.

Un factor que operó durante enero-febrero en sentido contractivo fue el manejo de las disponibilidades del Gobierno Central en pesos, debido fundamentalmente al aumento estacional que experimenta la recaudación tributaria en la primera parte del año.



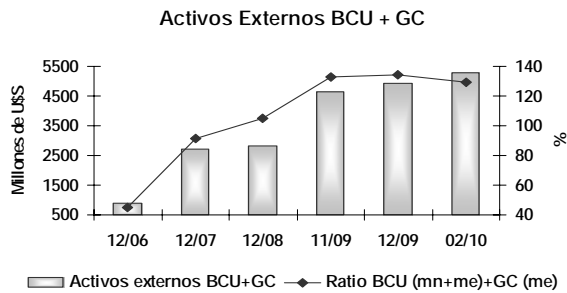
La importante reducción de los requerimientos de encaje que entró en vigencia a principios de enero generó una reducción de los pasivos monetarios de \$ 3.908 millones en la primera parte del año, lo que superó ampliamente la caída esperable por motivos puramente estacionales. Al mismo tiempo se produjo una recomposición por instrumentos por parte de los bancos, los que redujeron su demanda por depósitos a la vista, que son computables para encaje, y aumentaron sus tenencias de instrumentos líquidos remunerados, tales como certificados de depósitos y depósitos en Call.



También en el caso de la moneda extranjera se observó una reducción de los depósitos a la vista a partir de fines de diciembre de 2009, acumulando en los primeros meses del año 2010 una disminución de \$ 101 millones, los que se explican por la reducción

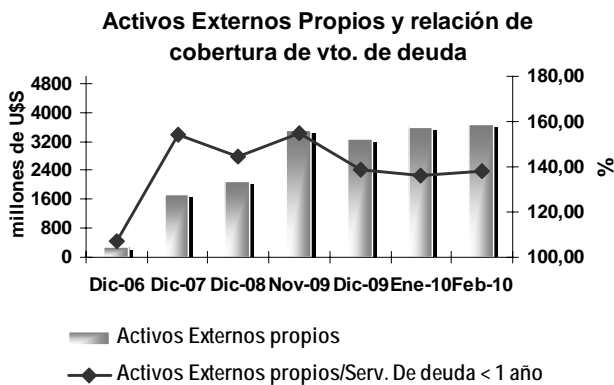
correspondiente en los encajes en esa moneda.

Esta caída así como la experimentada por las disponibilidades del gobierno en moneda extranjera fueron más que compensadas por las ya mencionadas compras de divisas. Como resultado, a fines de febrero el stock de activos externos del consolidado BCU + GC alcanzó USD 5.288 millones, equivalente al 129% de los vencimientos de deuda (intereses y amortizaciones) del BCU en moneda



nacional y moneda extranjera y del Gobierno Central en moneda extranjera durante un año.

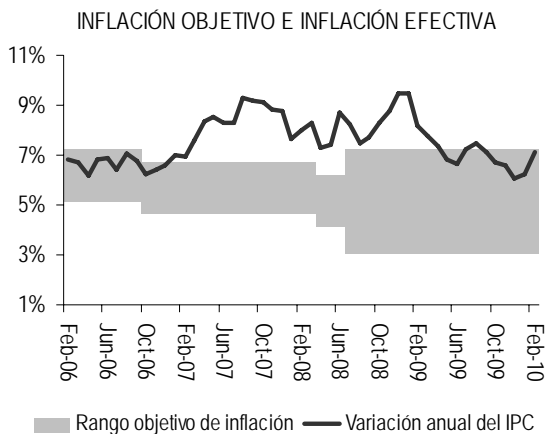
Los Activos Externos propios alcanzaron al cierre de febrero los USD 3.686 millones, monto que supera en 35 % el servicio de la deuda en moneda nacional y extranjera que el BCU debe cubrir en el horizonte de un año.



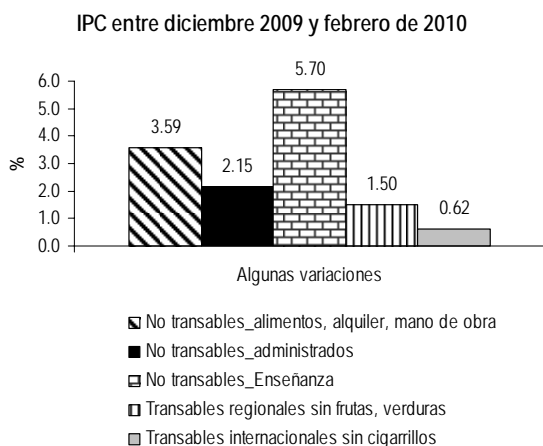
3. Evolución de los precios

3.1 Análisis de la inflación

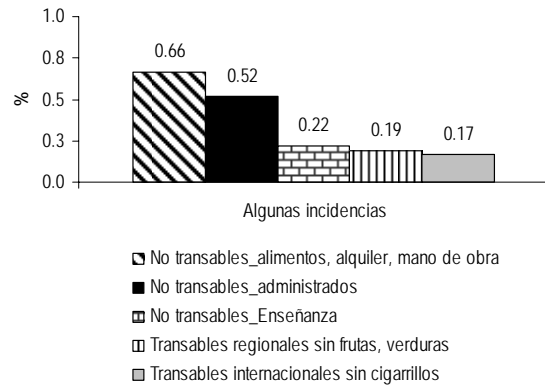
El Índice de Precios del Consumo (IPC) se incrementó 7,12% en el año culminado en marzo, lo que implicó un pequeño desvío del rango-meta definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Dicho rango de 3%-7% será sustituido por el de 4%-6% a partir de junio de 2011.



La inflación del trimestre cerrado en febrero fue 3.59%. La mayor incidencia en esta variación le correspondió a los precios de los bienes no transables.

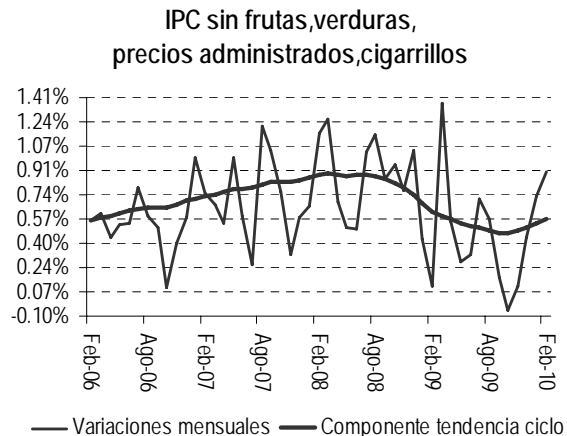


IPC entre diciembre 2009 y febrero de 2010



Al analizar la evolución del indicador de exclusión⁸ se observa que éste experimentó un aumento promedio de 2.07% en el trimestre diciembre 2009-febrero 2010.

El componente más persistente de las variaciones mensuales de los precios incluidos en el indicador de exclusión ha venido creciendo en los últimos 4 meses. En el primer bimestre del año la evolución de los precios transables internacionalmente habría dejado de contribuir a que el componente tendencia-ciclo del indicador haya dejado de caer. Meses antes, habría sucedido lo mismo con los precios de los bienes y servicios no transables.

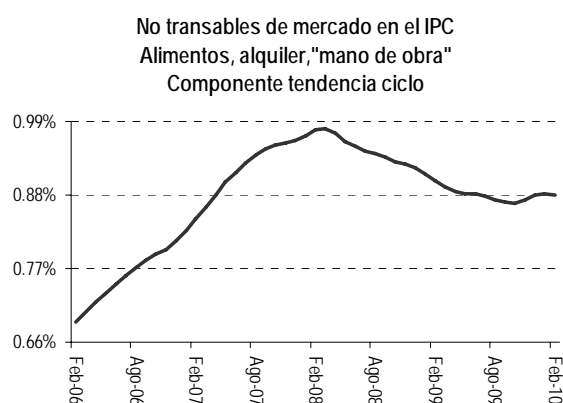


Los precios de los bienes y servicios intensivos en mano de obra aumentaron 4.03% entre diciembre de 2009 y febrero de 2010. En este trimestre, se produjeron los ajustes salariales fruto de las negociaciones de 2008 de los Consejos de Salarios.

⁸ El indicador de exclusión incluye un conjunto de precios con una ponderación de 71.8% en el IPC global y no se toma en cuenta para su construcción a los precios administrados, los de elevada volatilidad como frutas y verduras y los de los cigarrillos

Hubo otros aumentos significativos entre los precios de los bienes y servicios no transables de mercado en el trimestre diciembre 2009-febrero 2010. Se destacó el encarecimiento de los alimentos incluidos en esta categoría (3.49%) y la suba del alquiler (2.99%)

Desde marzo de 2009 el componente más persistente de las variaciones mensuales de la serie de precios no transables "Alimentos, alquiler e intensivos en mano de obra" se ha apartado poco de 0.88%.



Los precios de los bienes y servicios no transables que son objeto de ajustes discontinuos como los administrados, los de la enseñanza y el del servicio doméstico tuvieron una incidencia de 0.84 puntos porcentuales en el incremento de 1.97% que registró el IPC entre diciembre de 2009 y febrero de 2010.

Los precios administrados - las tarifas públicas, los precios regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo y los fijados por decreto para los servicios médicos mutuales y colectivos - tuvieron un incremento promedio de 2.15% en el trimestre culminado en febrero.

El encarecimiento en 6.35% de los servicios médicos mutuales y colectivos fue el que más contribuyó (2.33 puntos porcentuales) al aumento de precios administrados de noviembre 2009-febrero 2010. El aumento en 6% de los boletos tuvo una incidencia menor (0.61 puntos porcentuales).

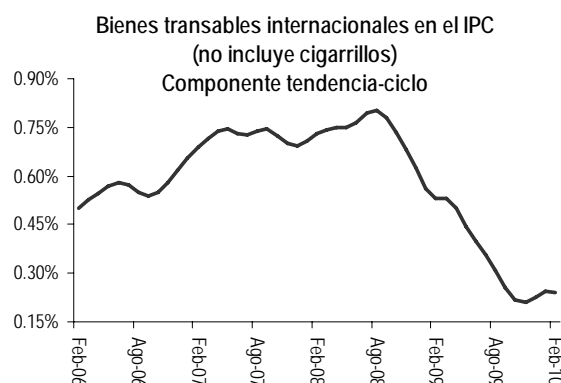
La caída del tipo de cambio y las condiciones climáticas contribuyeron a que las tarifas públicas tuvieran una caída que promedió 1.83% en el trimestre que terminó en febrero. La disminución de

2.29% implementada por UTE y la de 2.99% correspondiente a ANCAP, fueron parcialmente compensadas por el aumento de 5.81% de OSE.

Los precios del rubro "Enseñanza" crecieron 5.7% entre diciembre de 2009 y febrero de 2010. En este rubro se incluyen las matrículas y cuotas de la enseñanza curricular y extracurricular. Se trata de precios cuyos aumentos se concentran en el primer y tercer trimestre del año, especialmente en el primero.

El servicio doméstico se encareció 3.66% en el trimestre cerrado en febrero. Se destacó el decreto que determinó que a partir de enero los salarios aumentarían 4.42% (sin prima por antigüedad) para los trabajadores del servicio doméstico.

En el primer bimestre del año el componente más persistente de las variaciones mensuales de los precios transables internacionalmente se ha estabilizado en 0.24%. Esta evolución de precios se ha dado en el marco de un enlentecimiento en la caída de la cotización doméstica del dólar y en un escenario internacional muy diferente al del segundo semestre de 2008 caracterizado por una gran caída de los precios de los commodities.

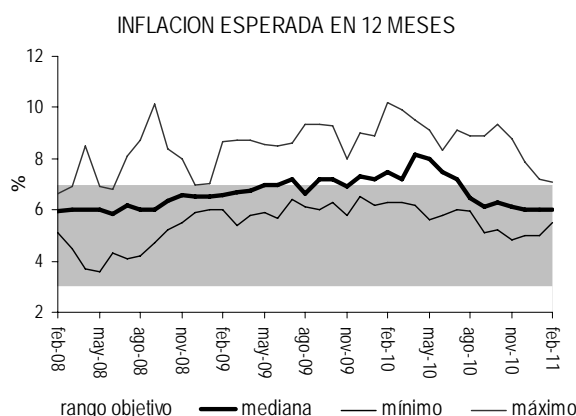
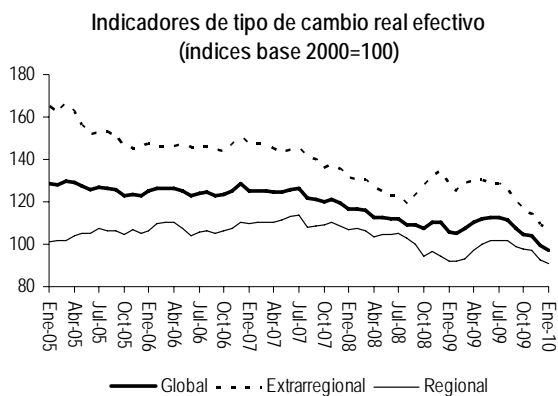


3.2 Precios relativos

El indicador de tipo de cambio real efectivo cayó 7.4% en el trimestre noviembre 2009-enero 2010. Esta caída fue similar a la del trimestre anterior.

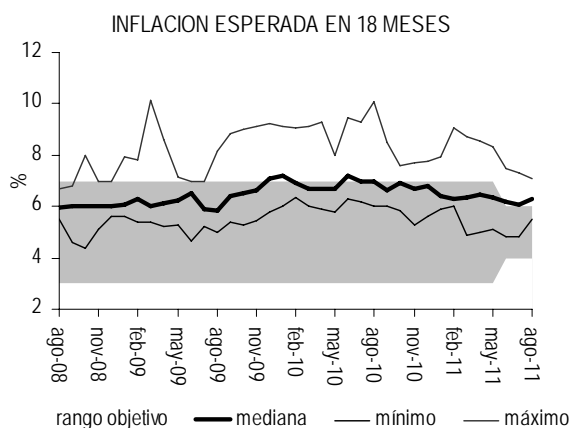
Cabe destacar que la caída del índice de tipo de cambio real efectivo frente a Brasil fue similar a la del índice global (8.3%), comportamiento significativamente distinto al observado en el trimestre anterior, en que la caída había sido menor (1.8% frente a Brasil, 6.9% a nivel global).

A nivel extrarregional, la apreciación real llegó a 7.5%, menor a la 10.41% del trimestre anterior, compensando la pérdida de competitividad por precios frente a Brasil.



3.3 Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (agosto de 2011) fue de 6.3% en marzo. Este dato se encuentra levemente por encima del límite superior del rango de política vigente a partir de junio de 2011 (4-6%).



En el horizonte anual las expectativas de inflación de los agentes se ubicaron dentro del rango meta. En efecto, la mediana de las expectativas para los próximos 12 meses se situó en 6% en los primeros tres meses del año.

4 Balance de riesgos y decisión de política monetaria

4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

Durante el primer trimestre del año 2010 la tasa de inflación ha estado aumentando hasta ubicarse en 7,12% en el año finalizado en marzo. Si bien este resultado implica un pequeño desvío respecto del rango-meta actual, los registros inflacionarios están lejos de la situación que enfrentaba la economía uruguaya a fines de 2008, cuando el aumento de precios se acercó peligrosamente a 10%. Asimismo, las expectativas inflacionarias en los horizontes relevantes para la política han estado aumentando, aunque muy levemente. Incluso, para 18 meses hacia delante no parecen haber asimilado aún el mayor compromiso con la estabilidad de precios que significó que el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) redujera el rango meta a 4%-6% a partir de junio de 2011.

El comportamiento mencionado de los precios y de las expectativas inflacionarias se constituyó en elemento de preocupación para la política monetaria.

4.2 Escenario Internacional y su impacto interno

El escenario internacional sigue mostrando señales auspiciosas, siendo que el grado de incertidumbre se ha reducido. A nivel de los países desarrollados – epicentro de las turbulencias- se aprecian los frutos de las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han aplicado con el fin de mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas, y se siguen observando signos de reversión del ciclo contractivo. En concordancia con lo anterior, si bien se observó una reducción en el dinamismo explicada por la situación externa, en los últimos meses se han tonificado los precios internacionales de productos relevantes para la economía doméstica (como el petróleo y los *commodities* de origen agropecuario), lo que alerta acerca de las presiones inflacionarias de origen externo para el futuro. Hasta ahora su impacto en la inflación doméstica se ha mitigado por la debilidad relativa del dólar en los mercados mundiales, aspecto que también se reflejó en el mercado doméstico con una apreciación del peso.

4.3 Escenario interno

La flexibilidad del régimen cambiario ha permitido que el ajuste de precios relativos se fuera procesando sin

traumas para la competitividad de la economía, pero también sin presiones indebidas sobre la tasa de inflación doméstica. Con ese fin el Banco Central ha permitido que el peso uruguayo acompañara las tendencias internacionales pero ha intervenido para evitar movimientos bruscos e innecesarios, en una economía que todavía exhibe una alta dolarización. Incluso, debido a que la política fiscal anticíclica no permitió generar el superávit habitual en moneda nacional para que el Estado adquiriera los dólares que requiere para sus operaciones corrientes, el Banco Central incrementó sus operaciones cambiarias a los efectos de que no se procesaran efectos indeseados en el tipo de cambio.

Asimismo, los datos del cierre del año 2009 relativos a la actividad económica confirmaron un crecimiento moderado para 2009, tanto del producto como del gasto, incluso más rápido de lo que esperaban los analistas y el gobierno un tiempo atrás. En paralelo la tasa de desempleo ha evolucionado consistentemente retomando una reducción y estabilizándose en niveles históricamente bajos.

Todo ello elevó levemente el crecimiento de la demanda real por dinero durante 2009 y es probable que lo haya seguido haciendo durante el primer trimestre de 2010. Por su parte, a pesar de las compras de dólares el Banco Central ha vigilado que la evolución de la oferta de dinero resulte compatible con ese crecimiento y con el mantenimiento armónico de la Tasa de Política Monetaria. Por esa razón, debió esterilizar buena parte de las operaciones de cambio comentadas precedentemente, lo que significó un incremento importante del stock de Letras de Regulación Monetaria y Notas. No obstante este incremento, las reservas internacionales propias del Banco Central otorgan una cómoda cobertura de quince meses del servicio de deuda de la Institución. Estas intervenciones esterilizadas han impactado negativamente sobre el resultado del BCU debido a la diferencia de rendimientos entre los activos externos y los pasivos que emite.

Sin embargo, el cambio en la coyuntura y la intención del nuevo gobierno manifestada en el seno del Comité de Coordinación Macroeconómica en el sentido de que se intentará plasmar en el nuevo presupuesto quinquenal una política fiscal consistente y equilibrada, así como una política de endeudamiento que siga potenciando la desdolarización de la deuda pública, se entiende que será más sencillo mantener los equilibrios macroeconómicos sin presionar de manera inconveniente sobre el resultado del Banco Central. En efecto, será esperable un resultado

primario recompuesto y una gestión de deuda tal, que le permitan al Gobierno retomar su presencia en el mercado de cambios adquiriendo los dólares que necesita.

No menos importante para colaborar con la reducción inflacionaria fue interpretada la intención también manifestada por el Ministerio de Economía y Finanzas en cuanto a los criterios que se impulsarían en las nuevas rondas de negociación en el marco de los consejos de salarios. En efecto, negociaciones que pongan el acento en los aumentos salariales vinculados a la realidad de los distintos sectores – incluyendo aumentos genuinos de productividad– permitirán que el mercado de trabajo no se transforme en un elemento inconveniente que potencie la inflación.

4.4 Decisiones de Política Monetaria

El Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) confirmó el compromiso acerca de la estabilidad de precios ya que extendió hasta setiembre de 2011 el rango-meta a 4%-6%. En la medida que la situación macroeconómica presentará previsiblemente mayores amenazas inflacionarias, el Comité de Política Monetaria (COPOM) resolvió interrumpir el proceso de reducción de la tasa de política que venía operando desde marzo de 2009.

Se entendió que el mantenimiento de la TPM en el nivel actual (6,25%) sostiene el sistema de tasas de interés de la economía doméstica (la denominada curva de rendimientos) en niveles prudentemente positivos en términos reales. Asimismo, se entendió que esta medida junto a las políticas fiscales y de ingresos que está impulsando el Poder Ejecutivo ayudará a que los pequeños desvíos actuales en precios y expectativas se reviertan en los próximos meses.

Sin perjuicio de lo anterior, el Banco Central se mantendrá atento, monitoreando en forma permanente la evolución de la inflación, así como el impacto de las estrategias que se coordinen con el Poder Ejecutivo.

4.5 Gestión de la Política Monetaria

A nivel operativo y con el objeto de mantener la señal de política, se gestionará la liquidez diaria del sistema de tal modo que la Tasa Media de Mercado (TMM) se ubique sistemáticamente en el entorno de la TPM. Sin perjuicio de lo anterior, el impacto de la reducción de los Encajes Obligatorios ya comentado en el capítulo respectivo, en la medida que ha ubicado a los mismos por debajo de los requerimientos técnicos de liquidez

a nivel sistémico, ha modificado la operativa de tal modo que actualmente el BCU tiene presencia permanente en el mercado de dinero a un día (Call). Por esa razón la Tasa Media de Mercado (TMM) se ha mantenido prácticamente idéntica a la TPM en el último trimestre y se espera que este comportamiento se mantenga en el futuro.

En ese marco, se recurrirá a la emisión de Letras de Regulación Monetaria y Notas a distintos plazos, priorizando el uso de plazos largos para la esterilización de carácter prolongado y de plazos cortos para la administración de la liquidez intra-anual. Todo ello de tal manera que los factores de expansión de oferta no obliguen al Banco Central a tener que esterilizarlos en el mercado a un día, cosa que debería hacer para poder ubicar la TMM en el nivel fijado por el COPOM.

Asimismo, en la medida que la situación fiscal y la gestión de la deuda pública lo permitan, se espera que el BCU no tenga necesidad de seguir incrementando sus reservas internacionales, ni se vea obligado a seguir incrementando la emisión de sus propios papeles para esterilizar las compras de divisas.