



Informe de Política Monetaria

Junio 2009



1 El contexto macroeconómico de la Política Monetaria

1.1 La situación internacional y regional

La economía mundial atraviesa una crisis que mantuvo a la actividad económica global muy débil en el primer trimestre del 2009 y cuya duración y profundidad es aún incierta. En este sentido, la atención se centra en cuándo y a qué velocidad comenzará la recuperación. En respuesta a la crisis los gobiernos han implementando un amplio espectro de medidas de política económica que van desde estímulos fiscales, políticas monetarias expansivas, hasta programas de reestructuración bancario-financiera de mayor regulación que atacan el origen de la crisis y procuran prevenir situaciones similares en el futuro. Asimismo, los organismos internacionales han flexibilizado el acceso al crédito como mecanismo de cooperación internacional para mitigar los efectos recesivos a nivel global.

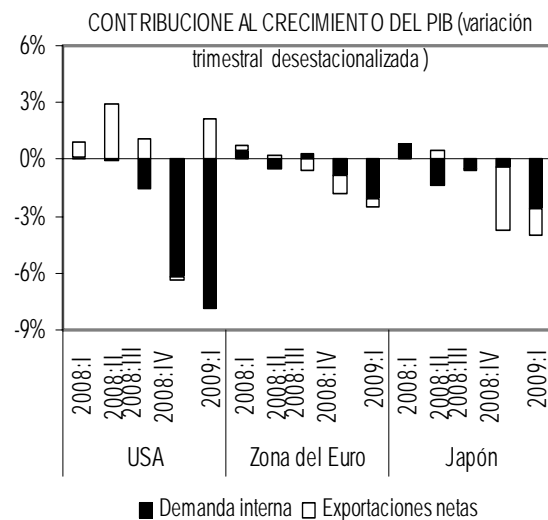
El comercio mundial registró una caída sin precedentes entre fines del año 2008 y principios del 2009. Las últimas proyecciones del Banco Mundial estiman que para el 2009 el producto mundial caerá 2.9% y el comercio descenderá 10%, ambos con respecto al año anterior. En este contexto, Uruguay presentó un comercio diversificado en el que EEUU y Argentina perdieron participación, al tiempo que Brasil y China la incrementaron.

La contracción del crédito bancario y la competencia por los fondos que realizaron las economías desarrolladas para financiar sus abultados déficit fiscales, generados por los planes de estímulos y de asistencia a los bancos, han comprometido el acceso al financiamiento externo de las economías emergentes. Los flujos de capitales se revirtieron desde los países emergentes hacia los países desarrollados para asistir a empresas y bancos. Fueron también atraídos por las medidas que respaldaban montos mayores de depósitos y recapitalizaban bancos, proveyendo de fondos de una manera sin precedentes al sistema bancario. La disminución de la incertidumbre asociada a estas medidas tuvo el efecto de aumentar el riesgo relativo de los países emergentes alentando la salida de capitales. Más recientemente, el apetito por cierto riesgo controlado ha hecho que vuelvan a ingresar capitales a las economías emergentes que presentan fundamentos relativamente sólidos, para obtener ganancias de corto plazo.

En los principales países desarrollados, la crisis continuó profundizándose en el primer trimestre del

2009, golpeando con dureza a la inversión privada y al comercio.

En EEUU el nivel de actividad cayó en 1.5% desestacionalizado en el primer trimestre del 2009 (cifra apenas inferior a la registrada en el cuarto trimestre del 2008 que fue de 1.6%). El consumo privado detuvo la caída de los dos trimestres precedentes y comenzó a dar señales de una modesta recuperación. El ajuste comercial se procesó con caídas de las exportaciones y en mayor medida por la retracción de las importaciones, con lo cual el déficit comercial se redujo a 2.9% del PIB. Las perspectivas de corto y mediano plazo aún no son alentadoras. El nivel de endeudamiento de las familias condicionará su nivel de consumo futuro. Las restricciones crediticias y la incertidumbre desalientan a la inversión. Los importantes recursos movilizados de estímulo fiscal (y una política monetaria expansiva) evitaron que se materializaran los fantasmas de la crisis de 1929. En ese sentido, si bien existe preocupación por el nivel alcanzado del déficit fiscal, se teme que, si se retiran estos estímulos, se pueda profundizar la recesión, como ocurrió en 1937. El Banco Mundial estima que el nivel de actividad caerá en 3% en el año 2009, en tanto que para el año 2010 se asistirá a una modesta recuperación de 1.8%



En Japón el producto retrocedió 3.4%. Las perspectivas de crecimiento para Japón señalan que el producto descenderá en 6.8% en el corriente año. En el 2010 se proyecta un crecimiento leve de 1%.

En la zona del Euro el producto profundizó su contracción en 2.5% en el primer trimestre del 2009. Las proyecciones de crecimiento para el corriente año del Banco Central Europeo, que están en línea con la mayoría de las estimaciones, señalan que el nivel de actividad de la zona del Euro caerá entre 5.1% y

4.1%, en tanto que para el año 2010 se ubicaría en un rango de -1% y 0.4%.

En China la información cerrada al primer trimestre de este año confirmó la desaceleración de su crecimiento, que se estima alcanzó el 6.1%. El motor del crecimiento en este último trimestre fue la inversión pública. El paquete fiscal aprobado en noviembre del 2008 que también procuraba estimular el consumo privado, tuvo escaso efecto. Las exportaciones registraron una significativa contracción lo que redujo sus proyecciones de crecimiento, aún cuando continúa con superávit externo. Los desequilibrios globales de cuenta corriente entre países superavitarios y deficitarios se mantienen. La manera en que se procese este ajuste tendrá implicaciones globales en el patrón de inserción comercial externo de los países emergentes, si se considera que China es un demandante de materias primas sin mayor grado de elaboración a diferencia de los países desarrollados. La apuesta a la expansión del mercado interno chino como motor de crecimiento global es aún prematura.

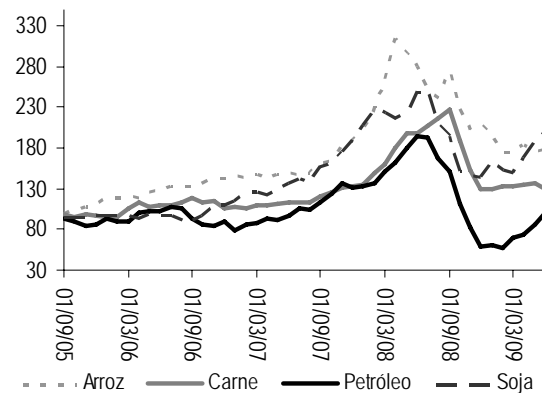
Las proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para los países emergentes estiman que en este año el producto crecerá en 1.2%, en tanto que para el 2010 la recuperación será de 4.4%. En el caso de América Latina, las proyecciones son menos auspiciosas por el peso que tienen México y Argentina. En efecto, para el año 2009 el Banco Mundial estima que Latinoamérica se contraerá 2.2%, retomando el crecimiento en el 2010 a un ritmo de 2%, tasa muy inferior al crecimiento potencial.

Durante los primeros meses de este año los precios del petróleo y de los *commodities* continuaron cayendo desde los niveles record que habían alcanzado con anterioridad a la crisis. En marzo el precio del petróleo comenzó a recuperarse alcanzado en junio el valor de 69 USD el barril del West Texas, nivel similar al que se cotizaba en junio del 2007, justo antes de comenzar su escalada de precios. La demanda mundial continúa débil. Por el lado de la oferta, la OPEP ha venido cumpliendo el plan de restricciones que implica producir 3 millones de barriles diarios menos que el año pasado.

Algunos analistas consideran que el aumento de los precios de los *commodities* en general, del petróleo en particular, así como de las acciones y de otros activos, es consecuencia de la mayor liquidez internacional. Si este fuera el caso, se estaría asistiendo a una pequeña burbuja especulativa, que

podría ser revertida si se implementaran las estrategias de salida para el exceso de liquidez.

EVOLUCIÓN PRINCIPALES COMMODITIES

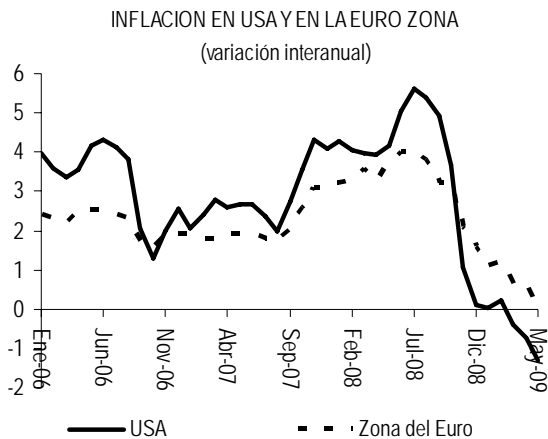


Fuente: Bloomberg e INAC

En el caso del precio de la carne, el acceso a nichos de mercado le permitió a Uruguay comenzar a recuperar los precios y obtener en junio niveles de precios similares a los que recibía en promedio entre enero y febrero del 2008, cuando estos comenzaban a subir. Sin embargo con respecto al valor pico del precio de la tonelada, que se alcanzó en setiembre del 2008, la caída a junio fue de 37%. Observando los fundamentos, el mayor precio de algunos *commodities* agrícolas se sostiene por la demanda China (como en el caso de la soja) y por la demanda de India (arroz). El precio de los *commodities* relevantes para Uruguay en el mercado de futuros indicaría que estos continuarían con una moderada recuperación. Las proyecciones del Banco Mundial estiman que los precios agrícolas se mantendrían en promedio 21 % por debajo de los niveles record que se registraron en el 2008.

Las tasas de inflación de los principales países desarrollados continuaron descendiendo en mayo en términos interanuales. La caída del nivel de actividad, la existencia de capacidad ociosa y los menores precios de los productos básicos y del petróleo redujeron la inflación interanual. En Estados Unidos las proyecciones indican que habrá deflación de -0.7 para el año 2009 (en base a *Consensus Forecast*) y un incremento de precios de 1.2% en el 2010.

En el caso de la zona del Euro, el Banco Central Europeo predice para el año 2009 un rango de inflación que se encuentra entre 0.1% y 0.5%. Con respecto al 2010 el rango inflacionario estaría entre 0.6% y 1.4%. Por su parte, la deflación también estaría presente en Japón (-0.6%) y en China (-0.5%) en el 2009.

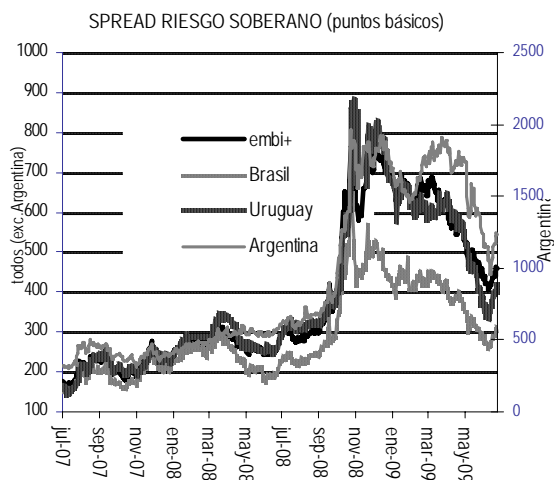


Fuente: Bureau of Labor Statistics y BCE.

En el mediano plazo y mientras la demanda mundial se encuentre deprimida, la inflación estaría bajo control en las principales economías del mundo. Los riesgos al alza para estas proyecciones están representados por aumentos en el precio de las materias primas mayores a los esperados.

En el largo plazo, algunos analistas temen que la fuerte inyección de liquidez internacional termine elevando el precio de los bienes, en un escenario internacional caracterizado por estanflación.

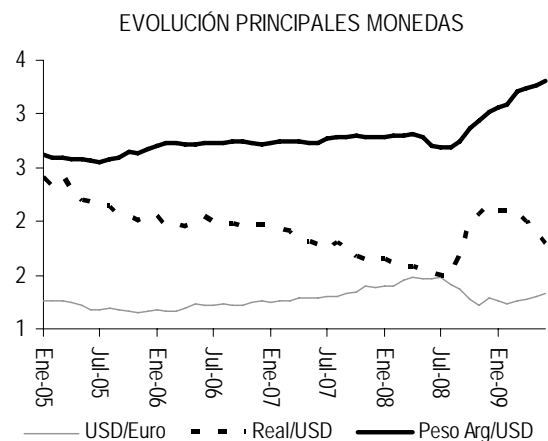
Las condiciones financieras se deterioraron alentadas por la pérdida de confianza, las restricciones crediticias y la mayor incertidumbre, lo que contribuyó a incrementar sustancialmente los *spreads*. Uruguay se mantiene en línea con el promedio de los países emergentes pero diferenciándose de la situación argentina.



Una de las respuestas a la crisis fue establecer condiciones monetarias más laxas. Las tasas de interés fueron reducidas abruptamente en gran parte del mundo y en particular en USA. Desde setiembre

del 2008 las tasas de interés de política de los países desarrollados se redujeron en promedio en 180 puntos básicos. Asimismo, los recursos inyectados en la reestructuración bancaria expandieron las hojas de balance de los bancos centrales a tasas sin precedentes.

En materia cambiaria, se ha observado un retorno paulatino a la situación previa a la agudización de la crisis experimentada en setiembre de 2008, con una sostenida apreciación de las principales monedas emergentes en detrimento de las divisas más duras. Este proceso está emparentado con lo que sucede tanto con los precios de las *commodities* como con el alza de los mercados accionarios, dado que la liquidez inyectada por los bancos centrales revirtió el "flight to quality" de finales de 2008 sin provocar un brote inflacionario en el corto plazo, habida cuenta de la fragilidad económica, la capacidad ociosa existente y el elevado desempleo.



Por otro lado, desde una perspectiva más estructural, los mencionados incrementos de los déficit presupuestarios en las principales economías del mundo podrían estar conduciendo a un fortalecimiento de largo plazo de monedas de países emergentes con sólidos fundamentos macro¹.

El modo en que se procese el ajuste en los déficit fiscales de las economías desarrolladas, las políticas que apliquen los países emergentes en relación al ingreso de capitales y la corrección de los desequilibrios globales, pautarán en el mediano plazo la evolución de las monedas

¹ En la reunión de la *Emerging Markets Trade Association* (EMTA) realizada en Londres, los analistas señalaron a Brasil, India e Indonesia como prototipos de este concepto.

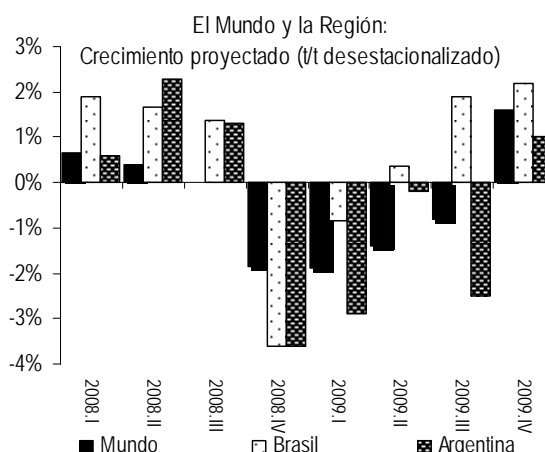
En Argentina, de acuerdo con los datos del INDEC, el PIB habría crecido 0.1% en términos desestacionalizados durante el primer trimestre de 2009 en relación con el trimestre anterior.

Parece advertirse que la economía argentina se habría estabilizado en el segundo trimestre. En ese sentido, los estimadores mensuales de actividad han venido registrando caídas cada vez más reducidas en los últimos meses. Asimismo, indicadores parciales del nivel de actividad mostraron signos de estabilización y en algunos casos de leve mejoría, si se considera en todos los casos la evolución mensual desestacionalizada con respecto al mes previo. En efecto, la producción industrial volvió a crecer en el bimestre marzo-abril luego de 7 meses de continuo retroceso; la producción automotriz creció 11.0% en marzo, 3.0% en abril y 6.4% en mayo y subieron levemente en abril las cantidades vendidas en centros comerciales (0.6%) y supermercados (1.0%). Paralelamente, el índice de confianza del consumidor que elabora la UTDT dejó de caer en marzo y mostró mejoras en mayo y junio.

Sin perjuicio de lo anterior, la mayoría de las consultoras locales e internacionales pronostican una reducción del PIB para 2009 de entre 3% y 5%. Por otro lado, se prevé una recuperación lenta en 2010, en virtud de que el pronunciado descenso observado en la inversión no se revertiría². Las importaciones argentinas se contrajeron drásticamente. Esto implicó una pérdida de peso de Argentina como destino de las exportaciones uruguayas, que pasaron a representar 7% de las mismas en el primer cuatrimestre de 2009.

Las presiones devaluatorias sobre el peso, entre tanto, se vieron moderadas por la depreciación del dólar en los mercados internacionales, lo que, sumado a la política de deslizar el tipo de cambio nominal, contribuyó a incrementar el tipo de cambio real multilateral. De este modo, el dólar se cotizó en el entorno de \$A 3.80 en junio y la mediana de expectativas de la encuesta del BCRA indicó que el tipo de cambio se ubicaría en \$A 4.10 a fines de 2009.

² Una importante proporción de la retracción registrada en las importaciones entre el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009 (-28.8%) es explicada por el descenso en la adquisición de bienes de capital.



Por su parte, Brasil entró en recesión al confirmarse la caída en dos trimestres consecutivos del PIB. En el primer trimestre de este año el nivel de actividad disminuyó 0.8% con respecto al trimestre anterior-en términos desestacionalizados-. La contracción se explicó por el la fuerte descenso en la formación bruta de capital que retrocedió 14% con respecto al trimestre anterior. El consumo de las familias creció 0.7% justificando un deterioro menos profundo del nivel de actividad al esperado por diversos analistas. El consumo del gobierno se incrementó en 0.6%. Las exportaciones retrocedieron en 16% contribuyendo a una caída del PIB de 2.01%. El descenso de las exportaciones fue compensado con la contracción de las importaciones en 16.8%, por lo que la contribución de las exportaciones netas al deterioro del PIB fue nula. Las exportaciones se reorientaron de USA a la China, lo cual determinó un cambio en el tipo de bienes exportados, desde bienes de uso intermedio y de capital hacia materias primas con escaso grado de elaboración. Las proyecciones de crecimiento para este año estiman que el nivel de actividad caería en 0.7%, en tanto que se espera que en el año 2010 la recuperación se ubique en el entorno del 4%.

Brasil fue el principal destino de exportación de los productos uruguayos, con una participación del 18% en el total. La contracción de la industria brasilera impactó en la demanda de bienes de uso intermedio y estableció un canal de transmisión con nuestras exportaciones de plásticos y de cubiertas que representaron respectivamente 14% y 6% de las exportaciones totales al Brasil. El rubro de alimentos, que constituye el 45% de las exportaciones con ese destino fue menos afectado, consistente con el hecho que el consumo privado brasilero solo se retrajo en 1.2% en el último trimestre.

Brasil continuó siendo un receptor de inversión extranjera directa, aunque se estima que la caída de la misma será del orden del 45% en 2009 con

respecto a las cifras record del año 2008, que alcanzaron los USD 45100 millones. En el último trimestre, la búsqueda de cierto riesgo controlado y la obtención de ganancias por el manejo de portafolio de distintas monedas, ha hecho afluir capitales hacia los países emergentes que presentan fundamentos más sólidos, como es el caso de Brasil. En consecuencia, el real se apreció en forma más rápida a la que se esperaba y se estima que a fin de año se encuentre a 1.9 reales por dólar. En el mediano plazo algunos analistas predicen que el real se transformará en unas de las monedas utilizadas como reserva de valor a nivel regional e incluso internacional

Se prevé que la inflación se situará en el rango de la meta establecida por el BCB de 4.5 con un desvío de +-2%. Al no existir presiones inflacionarias por el lado de la demanda ni por la situación cambiaria, la política monetaria del BCB se ha concentrado en reducir paulatinamente la tasa Selic que actualmente se ubica en 9.25% anual. La inflación controlada junto con la acelerada apreciación del real conducirían a que a fin de año los precios medidos en dólares crezcan en el entorno de 30%. La evolución del real en relación al peso y las inflaciones mantenidas en los rangos meta establecidos por los respectivos Bancos Centrales, continuarían depreciando el tipo de cambio real bilateral de Uruguay, lo que contribuirá a mitigar los efectos que la caída del nivel de actividad del país norteamericano tienen sobre la economía uruguaya, favoreciendo los ingresos por turismo.

La política fiscal brasilera se orientó a reducir impuestos en sectores claves de la actividad económica, como el automotriz. La reducción impositiva se extendió a una mayor cadena de bienes, en particular a los de uso intermedio. También se extendió el plazo de aplicación de estas medidas, que tienen un alcance temporal definido de acuerdo a como evoluciona la economía.

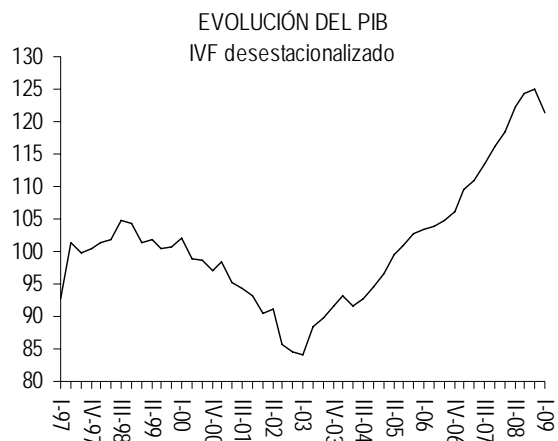
1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

Durante el primer trimestre de 2009 el PIB de la economía uruguaya creció 2,3% en relación a igual trimestre del año anterior. De esta forma la tasa de crecimiento del nivel de actividad se desaceleró respecto a los trimestres previos.

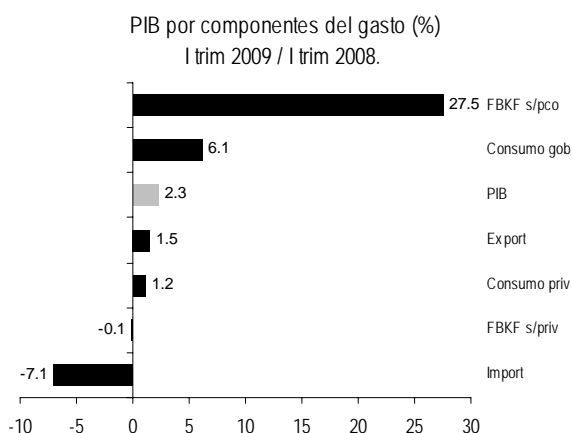
En términos desestacionalizados el IVF del PIB se redujo 2,9% con respecto al trimestre anterior, luego de experimentar un continuo crecimiento desde la segunda mitad de 2003 (sólo interrumpido en el

segundo trimestre de 2004). Dicha reducción puede asociarse al impacto de la crisis internacional, que afectó negativamente a la demanda mundial, y a la sequía que experimentó el país.

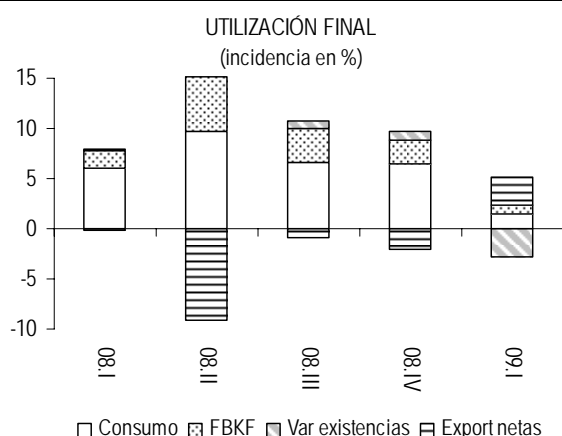


Oferta y utilización finales

La oferta final total en el primer trimestre permaneció incambiada en términos interanuales, debido a que el incremento de la producción doméstica resultó compensado por la disminución del volumen físico de las importaciones.



Desde el punto de vista del gasto, el nivel de actividad estuvo basado, principalmente, en el aumento de la demanda interna (en bienes de consumo y de inversión en bienes de activo fijo) y en las exportaciones. Sin embargo, en un contexto de mayor incertidumbre, una parte del aumento de la demanda fue satisfecha mediante una reducción de stocks y no mediante un aumento de la producción.



El componente del gasto más dinámico en el primer trimestre del año estuvo del lado del sector público. En efecto, el gasto público se expandió 10% en términos interanuales. Ello fue el resultado de un incremento tanto de su consumo (6%) como de su inversión (26%). El consumo del sector público se expandió debido a las mayores transferencias del gobierno al Fondo Nacional de Salud, así como al aumento de la masa salarial en términos reales. La expansión de la inversión debe asociarse con el incremento de obras de construcción así como con mayores compras de maquinarias y equipos.

Por su parte, en el marco de la crisis internacional pudo observarse un ajuste del gasto del sector privado, sobre todo en bienes de capital y en bienes durables, que en el año anterior se habían expandido en forma significativa. Esta reversión del comportamiento del sector privado contribuyó a la obtención de un superávit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos en el primer trimestre del año, tal como se comenta en el apartado siguiente.

El gasto en consumo final del sector privado se desaceleró a tal punto que su incremento fue menor que el del PIB (1,2%), a pesar de que la confianza de los consumidores se habría mantenido en niveles positivos, y a que los indicadores usuales de ingreso exhibieron incrementos sostenidos (altas tasas de empleo, aumentos del salario real y del ingreso de los hogares). El ajuste del gasto en bienes de consumo estuvo más focalizado en los bienes durables; autos y electrodomésticos.

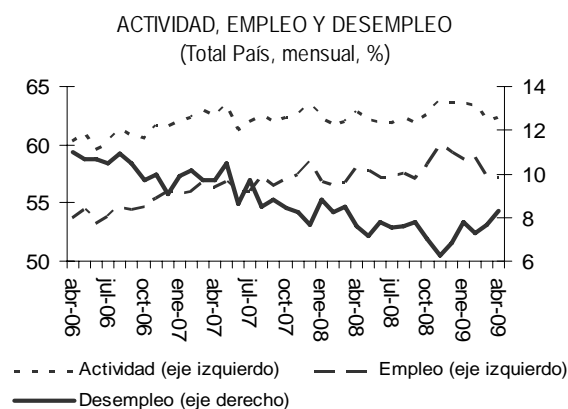
Por su parte, la formación bruta de capital fijo realizada por el sector privado también se desaceleró a tal punto que se mantuvo constante en términos reales respecto a igual trimestre del año anterior, luego de haberse incrementado significativamente en los años previos.

Las exportaciones se expandieron al influjo del incremento de las correspondientes a servicios, en el marco de una buena temporada turística. Por su parte, las exportaciones de bienes se redujeron, afectadas por la crisis internacional que disminuyó la demanda externa de buena parte de los productos de exportación de nuestro país. Los productos que tuvieron la mayor incidencia sobre la caída de las ventas al exterior de bienes fueron los productos textiles y de cuero, carne, así como los automóviles y autopartes (orientados principalmente a Argentina). Por el contrario, las colocaciones de arroz y lácteos se incrementaron y contribuyeron a amortiguar la reducción de las ventas de bienes al exterior.

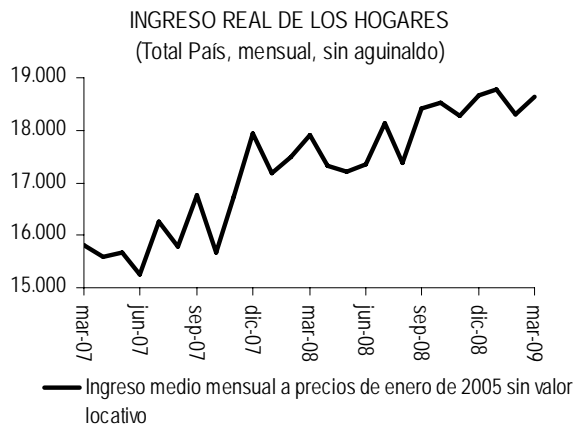
La reducción de las importaciones alcanzó a todas las categorías económicas. Se destacó particularmente por su incidencia la reducción de las compras de insumos intermedios (excluido el petróleo), vinculada a la disminución de la actividad industrial.

Mercado de Trabajo

La tasa de desempleo de abril de 2009 para el total del país se ubicó en 8,3%, mostrando un incremento respecto a igual mes del año anterior (0,7 puntos porcentuales). Este resultado puede explicarse fundamentalmente por factores de demanda, dado que la caída en la tasa de empleo fue mayor al descenso en la tasa de actividad.

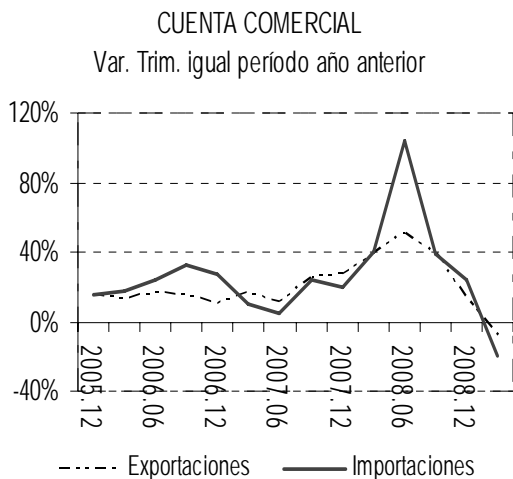


El ingreso real de los hogares para el total del país aumentó 6,1% en el primer trimestre de 2009 en términos interanuales. Según las fuentes de ingreso, las pasividades crecieron 17,8% (a valores constantes de enero de 2005) en igual período, mientras que los ingresos salariales sin aguinaldo y los ingresos por cuenta propia aumentaron 8,4% y 8,1% respectivamente. Por su parte, los ingresos de los patrones cayeron 8%. Finalmente, el índice medio de salario real aumentó 8,2% en abril de 2009 respecto a igual mes de 2008.



1.2.2. Sector externo

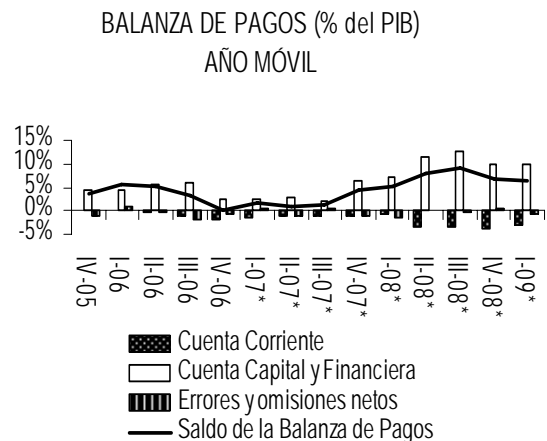
El primer trimestre del año continuó acusando el impacto del recrudescimiento de la crisis internacional operado a partir del pasado setiembre, con una mayor desaceleración del crecimiento de los volúmenes



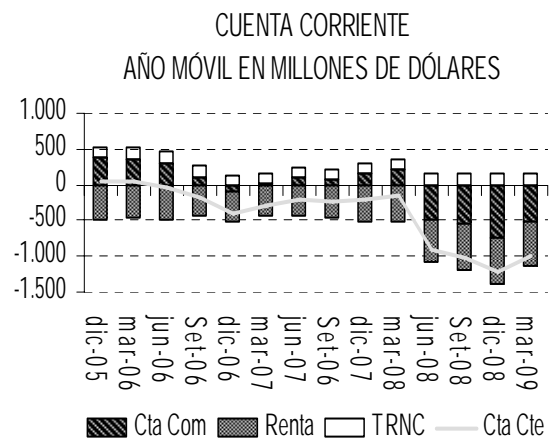
exportados –crecimiento que se ubicó en un porcentaje de apenas 1.5% interanual- un fuerte descenso de los precios de las ventas al exterior y una salida de recursos financieros por parte del sector privado residente. En la coyuntura más reciente, pese al incierto panorama de las economías desarrolladas, las mejores perspectivas que con respecto a unos meses atrás parecen mostrar los mercados emergentes, insinúan una amortiguación de algunos de estos impactos. La incipiente recuperación de los precios internacionales de varios de nuestros principales rubros básicos de exportación y la mayor demanda de activos de los mercados emergentes, constituyen indicios al respecto, aunque dado el panorama externo, deben ser tomados con cautela.

La cuenta corriente

En el primer trimestre de 2009 los valores exportados cayeron por primera vez en términos interanuales desde la crisis de 2002, en este caso bajo el efecto de la evolución de precios antes señalada. Bienes y

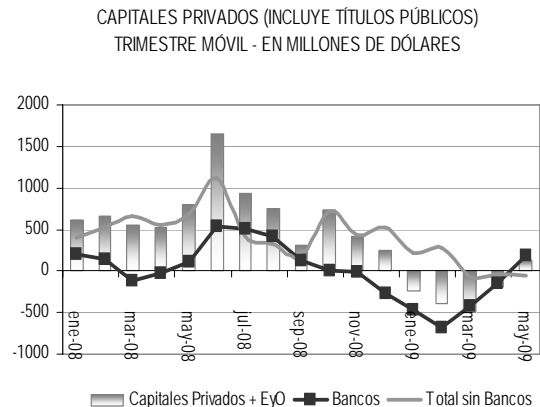
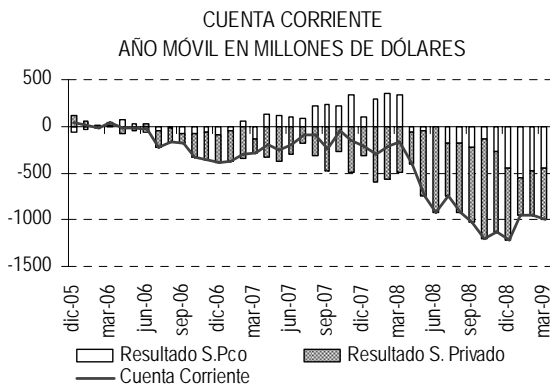


transporte constituyeron los rubros que más sufrieron la coyuntura internacional adversa. Viajes por el contrario, bajo el efecto de una notoria expansión del



gasto diario por viajero, continuó creciendo a elevadas tasas. Para los cinco primeros meses del año este rubro aumentó su tasa de crecimiento, agregando al incremento del gasto diario que ya se verificaba, un moderado aumento de la cantidad de viajeros.

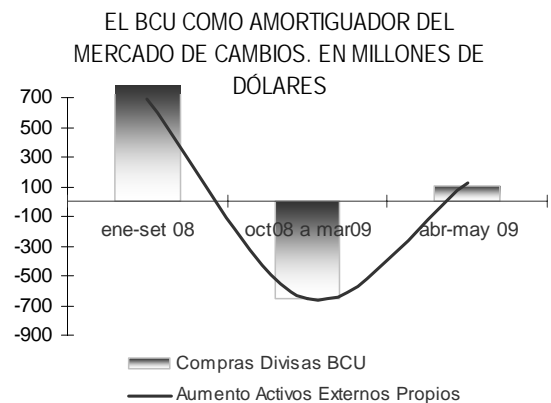
Al influjo del impacto de la coyuntura externa sobre el ingreso nacional y el financiamiento externo, así como la incertidumbre generada, el sector privado ajustó su gasto, estimándose una brecha virtualmente nula para los cinco primeros meses del año, lo que reduce su déficit en aproximadamente medio punto del PIB para el año cerrado en mayo.



Este ajuste se reflejó en la reducción de las importaciones, que en términos interanuales fue de 20% en valor. Al igual que en las exportaciones, esta caída recogió una incidencia importante del descenso de los precios internacionales, a lo que también coadyuvó la caída de compras energéticas (petróleo y energía eléctrica)-.

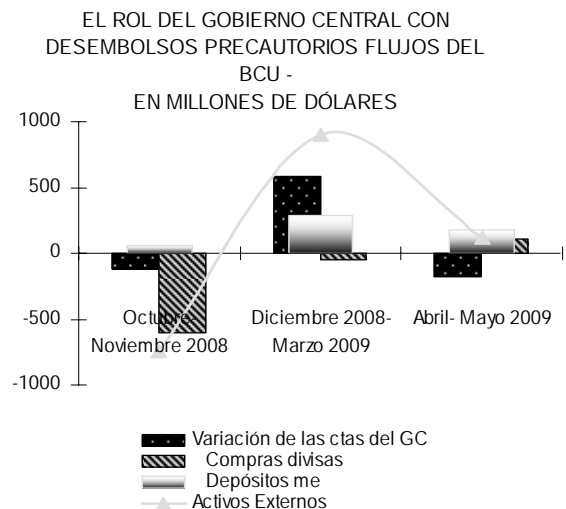
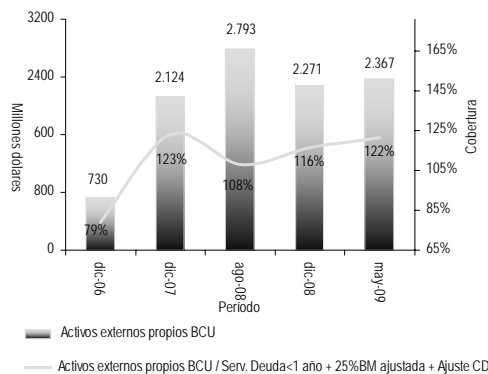
incipiente, ha acompañado la disminución de la aversión al riesgo registrada en los mercados internacionales, la que también se manifestó en la reducción del riesgo país y su impacto en el rendimiento de los títulos del Gobierno y del propio Banco Central.

En síntesis, el ajuste que realizó el sector privado en sus transacciones reales determinó un aumento del saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos, aumento que para los cinco primeros meses del año se estima preliminarmente en torno a USD 700 millones con respecto a igual período del año anterior. Dicho ajuste fue amortiguado en parte por el deterioro que experimentaron las finanzas públicas, tal como se comenta más adelante.



La cuenta capital y financiera y la Variación de Activos de Reserva

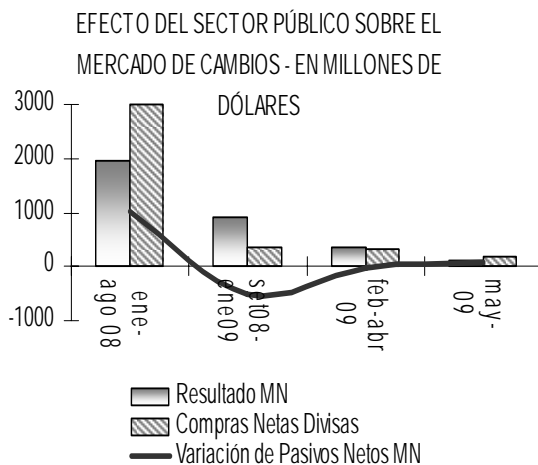
De manera consistente al ajuste en el exceso de gasto, se observó una



desaceleración del ingreso de fondos privados provenientes del exterior, registrando una salida neta en el primer trimestre de 2009. Los datos más recientes (al mes de mayo) insinúan una vuelta del financiamiento externo. Este proceso, aunque

La incertidumbre en torno al desarrollo de la crisis internacional y su correlato en los movimientos de capital impulsó una depreciación de la moneda nacional durante la salida de capitales, y una apreciación posterior. A los efectos de mitigar la volatilidad y evitar impactos negativos en las expectativas, el BCU intervino en el mercado de cambios. Ello implicó una pérdida de reservas internacionales entre octubre y marzo, lo que se revierte parcialmente en abril-mayo. A pesar de lo anterior, su liquidez internacional (deducida la que constituye la contrapartida de depósitos recibidos por la institución), excede en 22% los vencimientos de obligaciones en ambas monedas del año subsiguiente más un 25% de la base monetaria, lo que se considera una sólida protección para la estabilidad de precios.

En paralelo, el comportamiento del Sector Público en su conjunto también fue estabilizador en el mercado de cambios. En efecto, y teniendo en cuenta que el mismo es superavitario en sus transacciones reales en moneda nacional y deficitario en las correspondientes a moneda extranjera, podría considerarse un comportamiento neutro respecto a este mercado, aquél en que sus compras netas de divisas se correspondan con el resultado financiero de las operaciones en moneda nacional más las necesarias para alcanzar un objetivo de posición en moneda extranjera o en su defecto, de activos externos. Bajo esta óptica y considerando que el nivel de activos externos es confortable, la gestión pública



transitó desde un período previo al recrudecimiento de la crisis en que sus compras netas de divisas excedían al superávit de sus operaciones en moneda nacional, a la gestión inversa en el período más duro de la crisis (entre setiembre y enero), para deslizarse luego de un trimestre de relativo equilibrio (febrero-abril) al retorno de compras netas de divisas por un

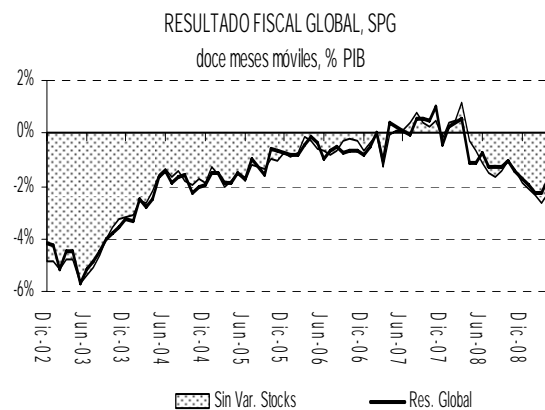
monto superior al superávit de sus transacciones reales llevadas a cabo en pesos.

Por último, con el objetivo de fortalecer su propio nivel de activos en forma precautoria, el Gobierno Central concretó en los últimos siete meses desembolsos de organismos multilaterales de crédito en una cifra que hacia fines de junio totaliza USD 1.200 millones.

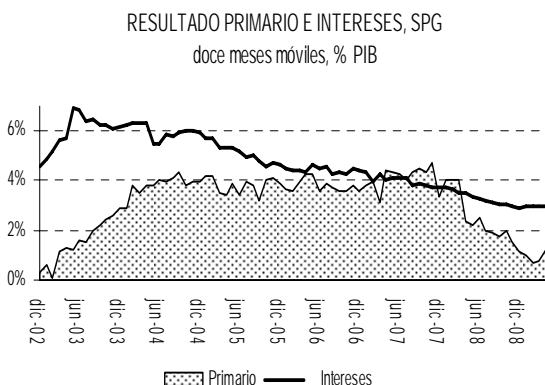
1.2.3 Finanzas públicas

Resultado global y principales tendencias

Luego de una continua reducción del déficit fiscal global desde 2003, que significó un ajuste de 7% del PIB y ubicó a las finanzas públicas en superávit a principios de 2008, en el último año móvil comenzó una tendencia deficitaria, al cabo de la cual el Sector Público Global (SPG) exhibió un déficit cercano a 2% del PIB.

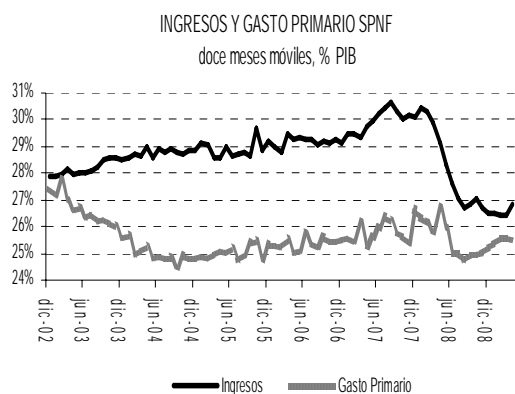


Este comportamiento global fue guiado por la reducción del superávit primario junto a una estabilidad en el margen de los intereses/PIB. En tal sentido, luego de ubicarse cercano a 4% del PIB durante cinco años, este superávit es actualmente 1,2% del PIB medido en el año móvil cerrado a abril de 2009.



Esta evolución está pautaada tanto por la acción de los estabilizadores automáticos en un marco de cambio de tendencia del nivel de actividad, como por factores discrecionales ligados al manejo de las tarifas públicas y, en menor medida, al nuevo sistema de salud.

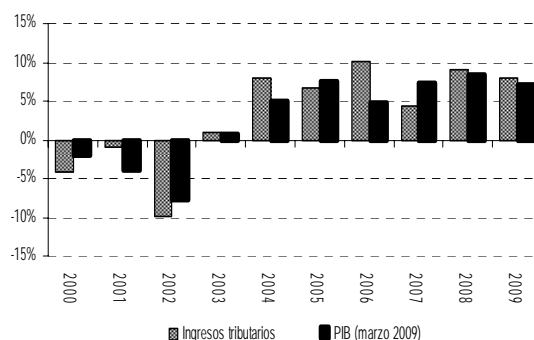
Por otra parte, estos hechos suceden en el marco de una reducción de la participación del Sector Público no Financiero (SPNF) en términos del PIB, la que es más profunda en ingresos que en egresos. Así, en los últimos 12 meses a abril 2009 ambos rubros presentan moderados aumentos reales (+1.3% y +2.8% respectivamente). En los egresos, la caída de los intereses y la importante reducción de existencias de petróleo compensan la expansión del Gasto Primario real sin existencias.



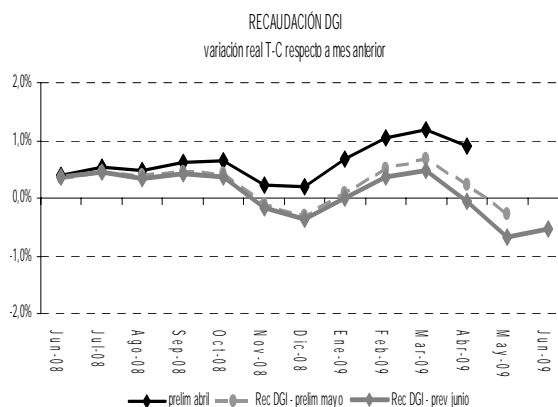
Las finanzas públicas en el ciclo económico

Como se mencionó, los ingresos tributarios consolidados evolucionaron guiados principalmente por sus estabilizadores automáticos respecto al nivel de actividad. De esta forma, los mismos aumentaron 8,0% en términos reales en los 12 meses cerrados a abril 2009, impulsados por el crecimiento del PIB (+7.1% a l.09), de la masa salarial (+6.4% real) y de los cotizantes al BPS (+6.1%). Esta tendencia siguió siendo determinada por el comportamiento de la DGI y de la recaudación del BPS, sin perjuicio de lo cual, en este último se observó un impulso adicional a través de los nuevos aportes por el Fondo Nacional de Salud (FONASA), los cuales tienen su correlato en mayores prestaciones.

INGRESOS TRIBUTARIOS SPNF Y CICLO
Variación real anual y doce meses móviles a abril 2009



A posteriori estos ingresos comenzaron a reflejar los efectos de la reciente caída del PIB pues, neto del efecto FONASA, los mismos exhibieron un crecimiento casi nulo en el acumulado a abril 2009. Los datos adelantados de la DGI hasta junio 2009 confirman esta evolución dado que la variación mensual de la tendencia-ciclo de su recaudación real estaría mostrando dos meses consecutivos de caída.



En contraposición, los estabilizadores automáticos del Gasto Primario determinados por las prestaciones del BPS aún no operaron. En efecto, estos mantuvieron un crecimiento mayor (+11,3% real en los 12 meses a abril 2009), incluso en el margen, a través del efecto del aumento del salario real sobre las jubilaciones. Estos elementos hacen que exista una presión adicional pero transitoria que incrementa el déficit en el corto plazo.

Lo antes mencionado junto al manejo discrecional de egresos determinaron que el Gasto Primario del SPNF mantuviera la expansión iniciada en 2005, aumentando 4,9% real en el año culminado en abril 2009 (10,8% sin incluir la fuerte caída en los inventarios de petróleo). Esta evolución se observó tanto en el consumo del Gobierno General (GG) como en la inversión neta de utilización de inventarios de

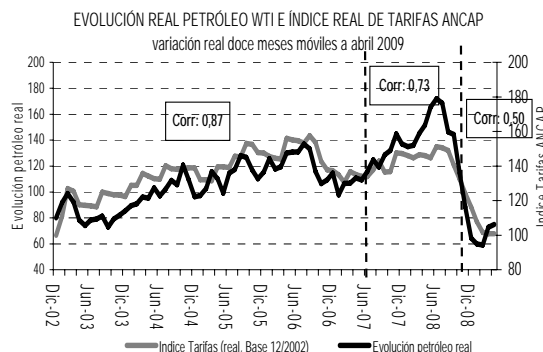
Gobierno y EEPP. Este dinamismo es explicado por la Agencia Nacional de Vivienda (ANV), el Plan Ceibal e inversiones de las empresas vinculadas a sus rubros de negocios. Mientras tanto las prestaciones del Sistema de Seguridad Social (SSS) presentaron un aumento importante vinculado a la implementación del FONASA. Estas prestaciones, históricamente más altas que los ingresos por este concepto, han venido aumentando a mayor ritmo. Como resultado, el déficit de la salud reflejado en el BPS se ubicó en 0,9% del PIB en los 12 meses cerrados a abril, significando una expansión discrecional de 0.4 puntos del PIB respecto a su media histórica.

De esta forma, la evolución del Gasto Primario discrecional se suma a las presiones endógenas al aumento del déficit global en el corto plazo.

Medidas fiscales para combatir la inflación

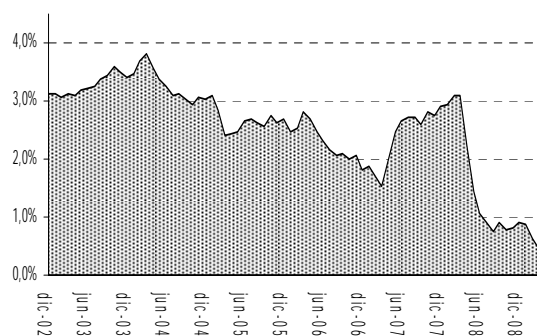
En el último año móvil existió un factor adicional que explica buena parte de la reducción del superávit primario: el manejo tarifario y otras medidas fiscales para combatir presiones inflacionarias. En tal sentido durante el año 2008, ante una combinación de eventos negativos como el déficit hídrico y los precios históricamente altos del petróleo, la decisión discrecional fue de no trasladar completamente los mayores costos energéticos a las tarifas públicas, especialmente de ANCAP, desdibujando la alta correlación histórica entre ambas variables.

De este modo, en los 12 meses cerrados a abril 2009 el índice de tarifas públicas se redujo 5,6% en términos reales, impulsado por la caída real de ANCAP de 10,6%. Esta rebaja se implementó a través de 6 reducciones nominales entre setiembre 2008 y febrero 2009, totalizando una caída de 34%, lo que impactó directamente en el IPC³. Sin embargo, esta estrategia impidió la recomposición de la correlación de mediano plazo entre costos y tarifas petroleras.



A su vez, esta brecha es el principal factor que explica la drástica reducción del resultado operativo de EEPP en el último año móvil, el que se ubica en valores no registrados desde 1989.

RESULTADO OPERATIVO DE EMPRESAS PÚBLICAS
doce meses móviles, % PIB



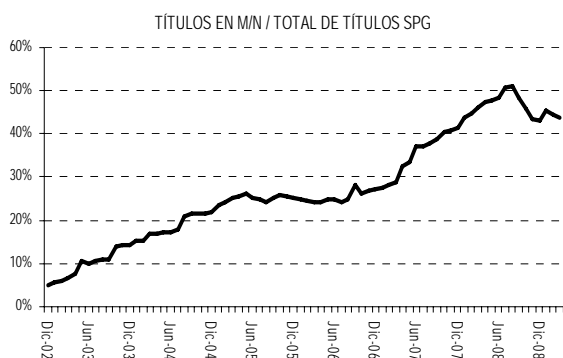
El quiebre de las correlaciones históricas y el magro resultado operativo histórico hacen pensar que esta estrategia estará limitada de aquí en más. En ese sentido en mayo y junio, en un contexto de cierto incremento del precio relevante para ANCAP, se observaron aumentos de las tarifas petroleras de 15% nominal, lo que ayudará en los próximos meses a recomponer su resultado operativo, pero ejercerá presiones al alza del IPC.

El rol en la creación de mercados en pesos

El Sector Público contribuye a través de su estrategia de deuda a la creación de los mercados en pesos, los que potencian la acción de los canales de transmisión de la política monetaria basados en la tasa de interés. La participación creciente de Deuda Pública en moneda local (tanto nominal como indexada) es una estrategia iniciada en 2002 que se ha ido consolidando desde entonces, aunque con intermitencias. En particular, en los últimos trimestres

³ Ver capítulo 3. Evolución de los precios.

esta participación se ha mantenido en el entorno de 40%-50% del total de títulos emitidos por el SPG.



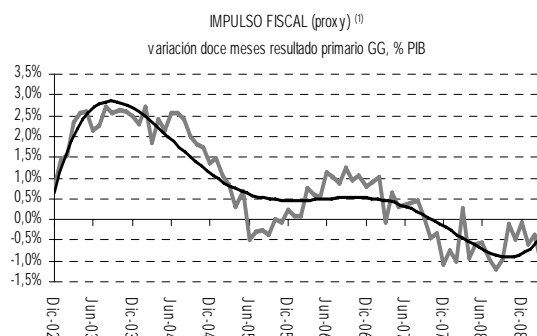
Asimismo, se ha ido aumentando progresivamente la *maturity* de estos títulos. Así, desde el mes pasado el Banco Central ha emitido LRM en UI a 5 y 10 años.

Como resultado de esta gestión, el Sector Privado tiene activos en moneda local hacia donde canalizar su ahorro, reforzando el canal del gasto intertemporal, al tiempo que el sector bancario tiene un activo para calzar sus créditos otorgados en moneda nacional hasta 10 años, consolidando el canal del crédito.

La consistencia macro con la política monetaria

Las finanzas públicas también contribuyen al objetivo de inflación cuando aseguran la consistencia macroeconómica de su desempeño con la política monetaria vigente. Esto implica que en el horizonte de la política monetaria no sean una fuente de desequilibrios macro, que encuentren su financiamiento sin necesidad de presionar el señoreaje por un lado, y por otro que la política fiscal sea sostenible.

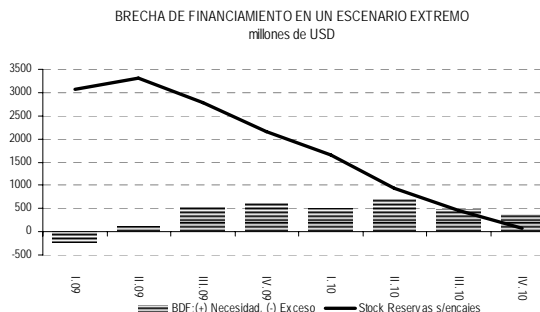
Dada la fase del ciclo y el efecto de los estabilizadores automáticos, se espera un aumento del déficit global del SPG, desde su actual nivel cercano a 2% del PIB. Se estima, incluso, que en un entorno macro más difícil y a pesar de la rigidez del Gasto Primario, en el mediano plazo el desequilibrio fiscal se ubique en niveles inferiores a los de la salida de la crisis de 2002, lo que implica parámetros manejables a nivel macro. Paralelamente, se está observando un impulso fiscal - estimado como el cambio en el resultado primario del Gobierno General - sobre la demanda agregada positivo pero moderado, el que puede estimarse en 0,6% del PIB en los 12 meses cerrados a abril 2009.



Este impulso fiscal moderado no se espera que ejerza presiones adicionales sobre el nivel de precios dada la fase del ciclo actual.

En este contexto, dado el nivel de déficit con el que se enfrenta esta nueva fase, el margen para realizar política fiscal activa de demanda está acotado, dependiendo en buena medida de la posibilidad de financiamiento no monetario de las Necesidades Financieras del Sector Público (NFSP).

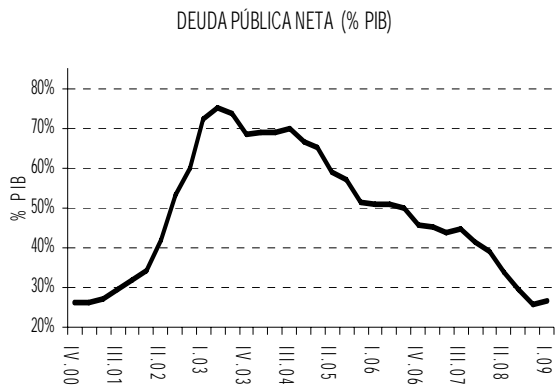
Por otra parte, en el horizonte de proyección, dado el entorno financiero internacional incierto, las fuentes de financiamiento externo podrían mantenerse limitadas. A pesar de ello, si se simula un escenario de cierre completo de los mercados financieros y se compara el nivel de Activos líquidos del SPG (netos de depósitos de encaje) con el flujo de pagos que debe enfrentar, ya sea por financiamiento del déficit o por amortizaciones de pasivos, tanto en moneda nacional como moneda extranjera, se observa que el nivel de Activos públicos se agotaría recién a fines de 2010. Por ende, no parecen existir mayores problemas de liquidez del Sector Público que comprometan la acción de la política monetaria en el horizonte de proyección.



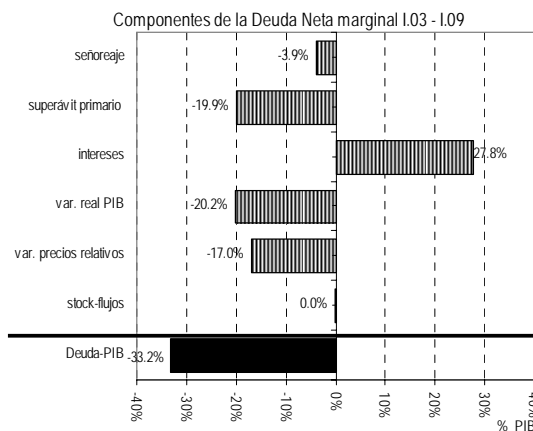
Finalmente, la sostenibilidad de la política fiscal vigente y por ende la compatibilidad macroeconómica de la política monetaria también dependen de la solvencia del Sector Público, la que puede analizarse a través de la evolución del ratio Deuda/PIB.

Con datos a I.09, dicho ratio continuó su tendencia decreciente, reduciéndose en los últimos 4 trimestres,

tanto en términos brutos como netos (14,5% y 12,5% respectivamente). De esta forma, la Deuda Bruta/PIB alcanzó un nivel de 54%, mientras que la Deuda Neta/PIB se ubicó en 26,5%, valores similares a los anteriores a la crisis de 2002.



Esta evolución auspiciosa para la consistencia macro de las políticas presenta sin embargo signos de agotamiento en sus principales determinantes, particularmente en el crecimiento del PIB en dólares, que ha sido el principal factor explicativo de los últimos años, y del superávit primario.



Estos factores operan como una restricción para el manejo fiscal en su rol de contribuir con la política monetaria en la estabilidad de precios por cualquiera de los canales anteriormente mencionados.

2 La Gestión de la política monetaria en el segundo trimestre de 2009

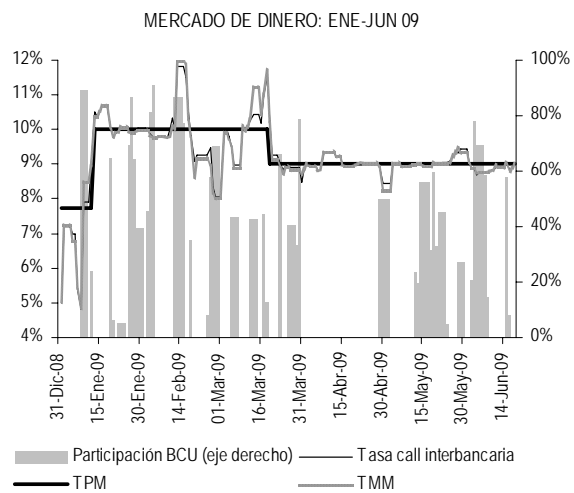
2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

En la reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada el 18 de marzo de 2009, en consideración a las condiciones imperantes

en la economía local e internacional se juzgó conveniente mantener el sesgo contractivo de la política monetaria con el fin de alcanzar el rango de inflación objetivo, definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica entre 3% y 7% anual.

El COPOM valoró positivamente el descenso verificado en el nivel de precios, pero entendió que no podía considerarse consolidada la reducción del núcleo inflacionario y que las expectativas de inflación aún se ubicaban en el techo del rango. Además, preocupaba el efecto que podría tener el escenario internacional en la economía doméstica. Tomando en cuenta estas vulnerabilidades se decidió fijar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 9%. Si bien no se hizo referencia explícita, la tasa de facilidad de depósito fue mantenida en 4%, al tiempo que se mantuvo la suspensión de la facilidad de crédito, disponiendo las instituciones bancarias de la tasa Lombarda en caso de necesitar liquidez.⁴

Con el objetivo de ubicar la tasa de interés de corto plazo en torno a la tasa de referencia, la gestión de la política monetaria administró los instrumentos de política disponibles para lograr condiciones de liquidez en el mercado de dinero consistentes con dicho nivel.



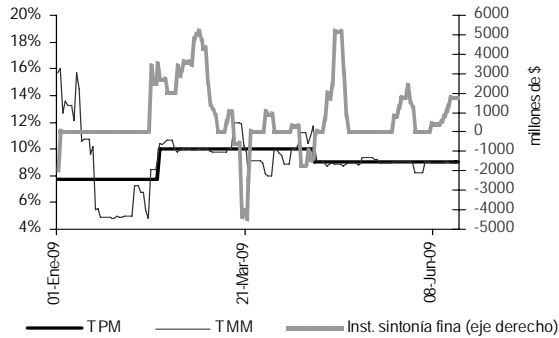
Tal como se evidencia en la gráfica, la Tasa Media de Mercado (TMM)⁵, se ubicó diariamente durante el segundo trimestre en niveles consistentes con los anunciados, lo que se aprecia en la mínima volatilidad registrada. Por otra parte, debe notarse que el manejo de los instrumentos de sintonía fina a más de un día permitió que este objetivo se alcanzara con

⁴ El nivel actual de esta tasa es de 25%.

⁵ La 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.

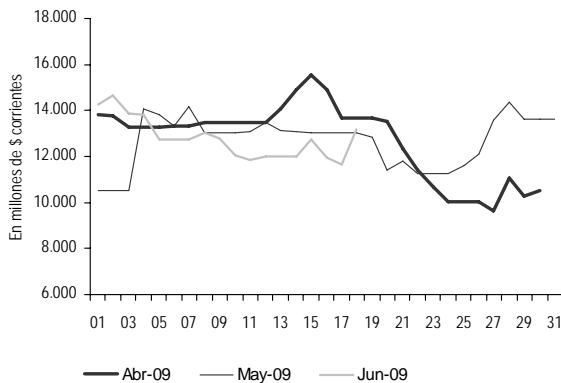
intervenciones mínimas en el mercado de dinero a un día, siendo que durante abril y la primera quincena de mayo no se registraron intervenciones del BCU en dicho mercado.

TASAS MEDIAS DEL MERCADO DE DINERO E INSTRUMENTOS DE SINTONÍA FINA DEL BCU



Dadas las condiciones de liquidez imperantes, el BCU debió utilizar instrumentos de esterilización para equilibrar el mercado, y solo durante los dos últimos días de mayo fue necesario inyectar liquidez.

DEMANDA DE LIQUIDEZ BANCARIA

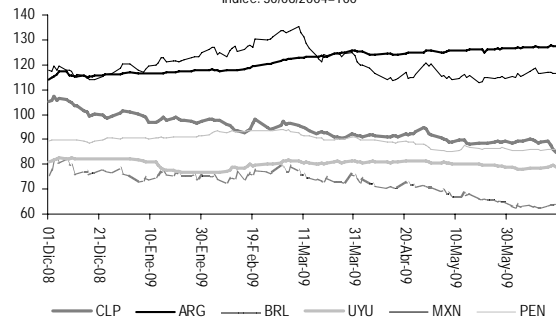


En efecto, el cierre de la brecha existente entre oferta y demanda de liquidez requirió el aumento del circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM) y la colocación esporádica de certificados de depósitos a más de un día durante el trimestre. El factor de expansión monetaria más importante continuó siendo hasta principios de junio, al igual que lo fue en el primer trimestre del año, la compra de divisas que realizó el BCU. Estas compras que totalizaron USD 105 millones en el bimestre abril-mayo, tuvieron por objeto moderar la tendencia a la apreciación que experimentaba la moneda nacional.

Esta estrategia implicó, por un lado, intervenciones directas en el mercado de cambios y desde comienzos de junio, intervenciones indirectas a través de la opción de integración en dólares que otorgan las

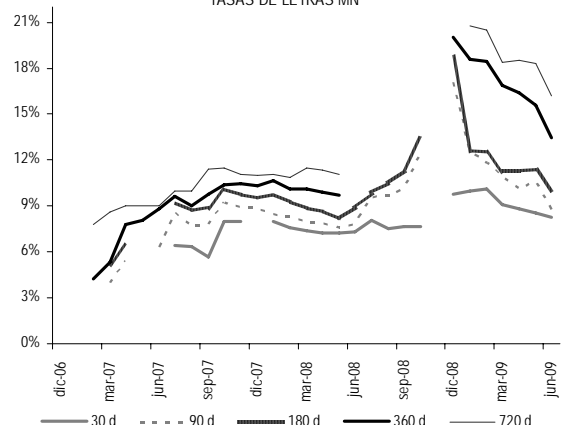
Letras de Regulación Monetaria a más de un año de plazo. Como consecuencia de lo anterior el BCU logró que la moneda doméstica evolucionara siguiendo las tendencias mundiales, pero sin bruscas oscilaciones, exhibiendo un menor grado de volatilidad en relación a otras economías emergentes.

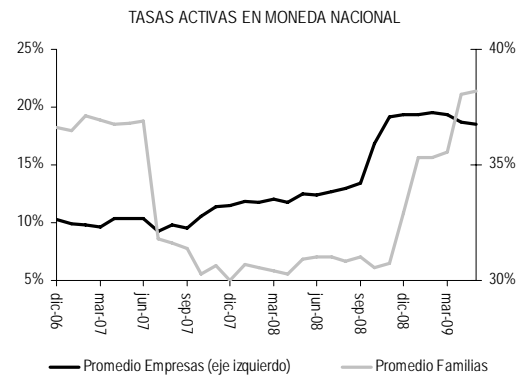
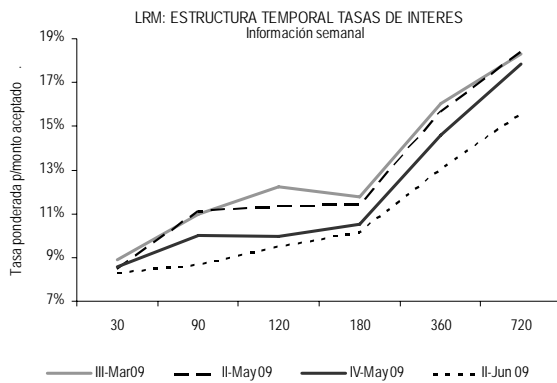
TIPO DE CAMBIO NOMINAL
Índice: 30/06/2004=100



Las tasas pagadas por las LRM en pesos nominales continuaron cayendo durante el segundo trimestre de 2009, en línea con la adecuación mencionada de la TPM. Dicha reducción se aceleró notoriamente a partir de la segunda mitad de Mayo, ahora como consecuencia de la reducción del Riesgo País y la menor volatilidad de los mercados emergentes. Este panorama más favorable también incidió en la reducción de las tasas de los títulos emitidos en Unidades Indexadas y permitió alargar los plazos de las emisiones de letras en UI a cinco y diez años, extendiéndose la curva de rendimientos en esa moneda y fortaleciendo el mercado en moneda nacional.

TASAS DE LETRAS MN





En el marco de la gestión de la actual política monetaria las licitaciones de estos instrumentos cumplen un rol importante porque permiten retirar del mercado la liquidez estructural, es decir aquella que excede la intra-anualidad, y además porque las tasas pagadas sobre estos instrumentos emitidos por el BCU sirven de referencia para las operaciones pasivas y activas en el sistema de intermediación financiera en pesos. Este rol de referencia resulta esencial para el proceso de reconstrucción de los mercados en moneda nacional y de los canales de transmisión vía demanda agregada.

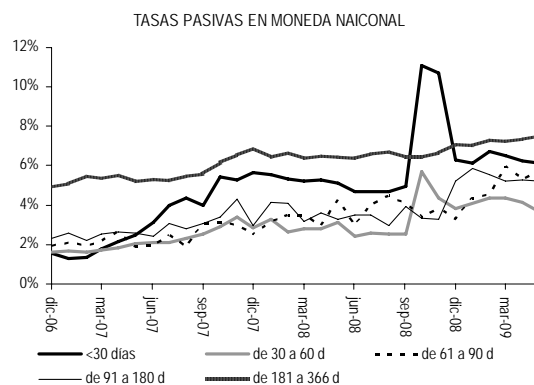
En este sentido, la evidencia indica que gradualmente, las tasas activas en moneda nacional han reaccionado en el sentido esperado. Este comportamiento puede observarse en los segmentos más competitivos del mercado de crédito en moneda nacional, que corresponde a las líneas de financiamiento a empresas.

En efecto, el descenso que registraron las tasas pagadas por las LRM desde comienzos de año se reflejó en las tasas activas cobradas a empresas, que desde febrero han mostrado una lenta pero sostenida caída. Estas tasas comenzaron el año 2009 en niveles altos y crecientes, reflejando el aumento que registró la curva de rendimientos de las LRM en la segunda mitad de 2008 como consecuencia de la crisis financiera internacional.

La persistencia de la tendencia creciente de las tasas activas en enero obedece a la gradualidad que caracteriza el proceso de ajuste al alza, lo que es parcialmente impuesto por la normativa vigente en materia de tasas de usura.

En el caso de las tasas cobradas en los préstamos a familias, con los datos a mayo se observa que la tendencia creciente iniciada a fines de 2008 aún no se ha revertido. Esto refleja la poca competencia que existe en este segmento del mercado y la escasa reacción que muestran las tasas cobradas a las medidas de política monetaria.

En los últimos meses las tasas pasivas en moneda nacional también reaccionaron en el sentido esperado al descenso de las tasas de las LRM, sobre todo en los tramos más cortos de la curva, a excepción de los tramos entre 61 y 90 días⁶ y el correspondiente al plazo entre seis meses y un año. En este último la evidencia indica que la reacción frente a las medidas de política suele ser más lenta.

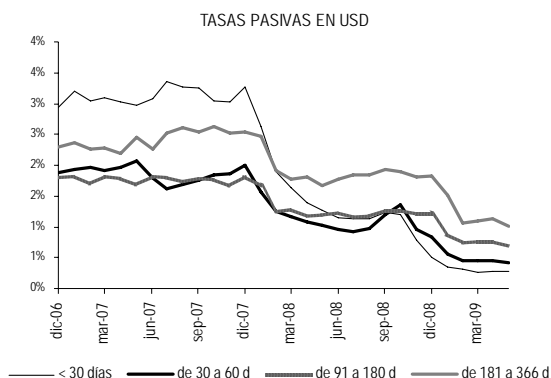


⁶ En el plazo entre 61 y 90 días, en el cual los depósitos realizados no son muy significativos, suele mostrar un comportamiento altamente volátil que dificulta la extracción de señales.

En economías altamente dolarizadas como la uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, moneda en la que se pactan la enorme mayoría de las operaciones en moneda extranjera. En las tasas activas se observó una leve reducción durante los últimos meses, consistente con el descenso del Riesgo País y las nuevas caídas en las tasas internacionales.

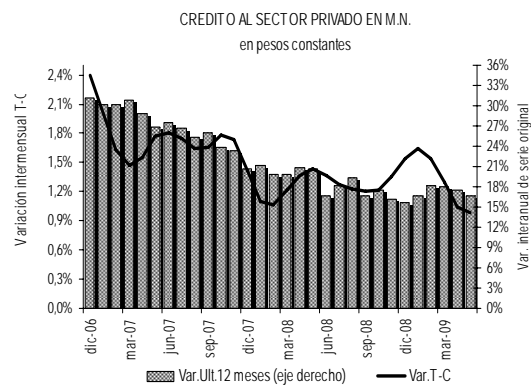
El hecho de que la disminución de las tasas activas haya sido menos que proporcional a las reducciones observadas en estas dos variables puede tener varias explicaciones. Por un lado, los niveles registrados por el tipo de cambio durante los últimos meses fueron notoriamente superiores a los verificados antes del agravamiento de la crisis internacional, lo que probablemente afectó el balance de aquellas empresas que reciben sus ingresos en moneda nacional y están endeudadas en dólares. Este último fenómeno muchas veces se traduce en mayores primas de riesgo o en restricciones cuantitativas al crédito. Por otro lado, el importante deterioro del contexto internacional también se refleja en el nivel de actividad de las empresas uruguayas, por lo que la prima por riesgo exigida podría ser mayor, sobre todo en algunos sectores productivos. Sin perjuicio de estas explicaciones debe considerarse que, más allá del signo que tengan, los movimientos de las tasas activas son en general más suaves que los registrados por el Riesgo País y las tasas internacionales, tal como se evidenció el año pasado.

El descenso de las tasas internacionales también ha impactado en las tasas pasivas en dólares, las cuales mostraron una clara tendencia decreciente hasta comienzos de 2009, y estabilidad en los últimos meses, ubicándose en torno a niveles históricamente bajos, los que se acercan a cero en los plazos más cortos.

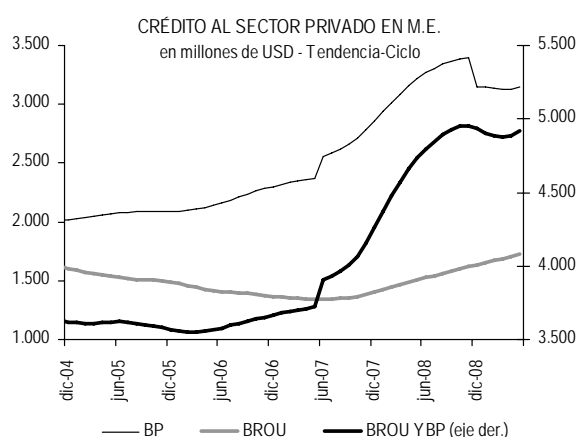
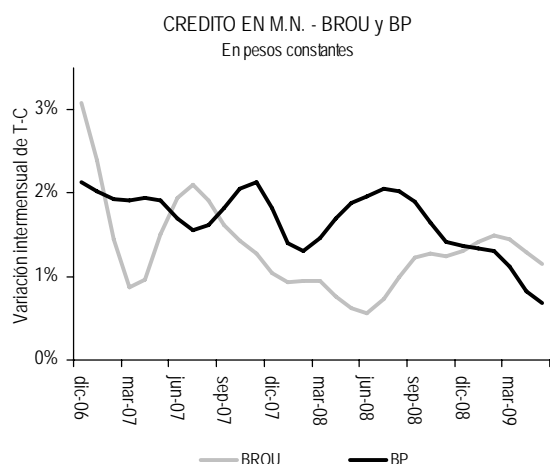


2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

Como suele suceder, el crédito en moneda nacional reaccionó con cierto rezago ante los cambios en las tasas activas. Es así como el crédito total en moneda nacional, medidos en términos reales, comenzó a desacelerarse a partir de marzo en respuesta al importante repunte que mostraron las tasas cobradas a empresas y familias entre fines de 2008 y comienzos de 2009. No obstante este menor ritmo, el crédito en moneda nacional aún sigue registrando importantes tasas de crecimiento. El gran dinamismo de esta variable se evidencia tanto en el componente tendencia-ciclo del stock real de crédito que crece en el margen a una tasa anualizada de 12%, cómo en el aumento real registrado en los últimos doce meses.

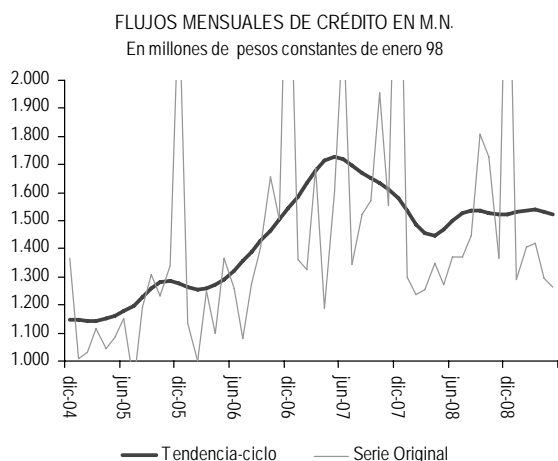


A nivel institucional destaca que en la Banca Privada (BP) la desaceleración del crédito se inició antes que en BROU, ya que en este banco oficial los préstamos en moneda nacional comenzaron a perder ritmo recién a fin del primer trimestre de 2009. En BP el proceso de ajuste se habría iniciado en agosto de 2008 luego de un comportamiento marcadamente más expansivo en la primera parte del año.



La evolución de los flujos de crédito en moneda nacional efectivamente concedidos cada mes por los bancos, que a comienzos de 2008 se redujeron fuertemente, se han mantenido relativamente estables en el último año no evidenciando cambios en respuesta a la suba experimentada por las tasas activas y el marcado deterioro que experimentó el contexto internacional.

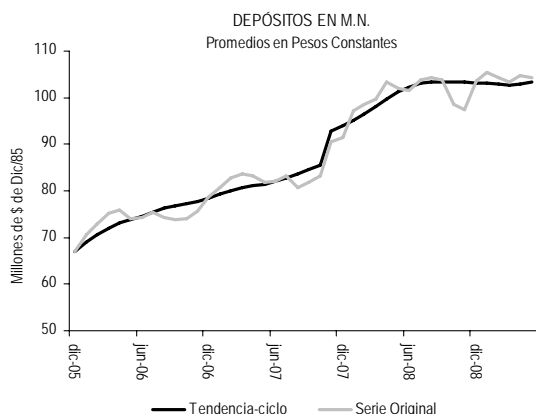
Tal como se observa en la gráfica de *stocks*, la BP, en la cual el crédito en moneda extranjera había mostrado el comportamiento más expansivo hasta el tercer trimestre de 2008, a fines de este año y comienzos de 2009 muestra la mayor contracción. En este último período el crédito concedido por el BROU mantuvo la moderada tendencia creciente que venía exhibiendo previamente.



A juzgar por el comportamiento de las tasas activas en dólares el costo de financiamiento no está siendo un obstáculo para el crecimiento del crédito en moneda extranjera, por lo que no puede descartarse que en los momentos más complicados de la crisis a fines de 2008 los bancos hayan puesto alguna restricción cuantitativa para la concesión de créditos en esa moneda. Tampoco debe descartarse que el cambio en las expectativas de los agentes respecto a la evolución del tipo de cambio haya determinado una reducción de la demanda por este tipo de financiamiento.

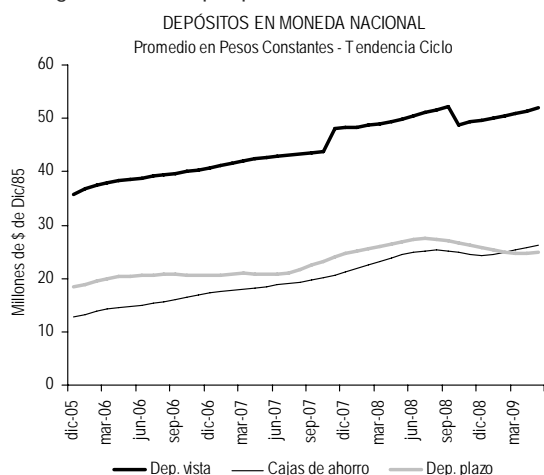
En los créditos en moneda extranjera –en cambio– sí se observó el impacto de la crisis internacional, aunque en los últimos meses ya se está verificando una recuperación. Por un lado, el componente tendencia-ciclo de la serie de saldos de crédito en moneda extranjera mostró caídas hasta marzo y leves aumentos en los dos meses siguientes. Por otro lado, los flujos de créditos nuevos cayeron hasta enero, aunque desde febrero ya comenzaron a crecer.

En el segundo trimestre de 2009 también comenzaron a recuperarse los depósitos en moneda nacional, cuya evolución se había visto afectada por la crisis mundial del año pasado, tal como se evidencia por la recuperación mostrada por el componente tendencia-ciclo de la serie de depósitos en moneda nacional a partir del segundo trimestre.



Al analizar los depósitos por instrumento se observa que las colocaciones a la vista y en cajas de ahorro bajaron durante el peor momento de la crisis, pero luego se recuperaron rápidamente, mientras que las realizadas a plazo recién dan muestras de recuperación en el segundo trimestre de 2009. El componente más transaccional de los primeros explica que la reacción sea más rápida pero tenga un carácter más transitorio, siendo menos afectados que los depósitos a plazo por el cambio de portafolio que se verificó tras la crisis.

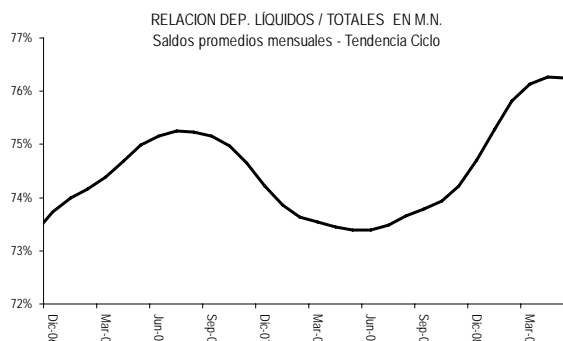
Este cambio de portafolio se verificó a pesar de que las tasas pasivas en moneda nacional se ubicaban en los niveles más altos de los últimos años, lo que evidenciaría que en momentos de turbulencias las decisiones de portafolio suelen guiarse por cuestiones de seguridad más que por cuestiones de rendimiento.



Como natural consecuencia de la evolución comentada, el grado de liquidez de los depósitos se fue reduciendo sostenidamente entre mediados de 2007 y mediados de 2008, para posteriormente mostrar una sostenida tendencia creciente.⁷ La

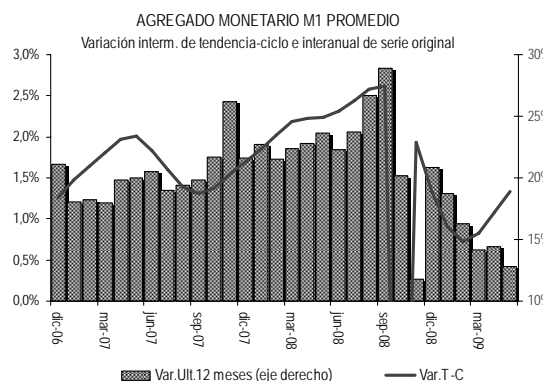
⁷ El grado de liquidez de los depósitos se mide a través del cociente entre el saldo promedio mensual de los depósitos

reciente estabilización de este indicador en torno a 76% coincide con la tenue recuperación de los depósitos en moneda nacional.



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 interesante analizar la evolución de los medios de pago, medidos éstos en términos nominales.

Por un lado, el agregado M1 o medios de pago⁸, muestra una leve aceleración de su crecimiento durante los últimos meses, tal como se evidencia en las variaciones mensuales del componente tendencia-ciclo de esta variable, las que de todas formas son menores a las registradas antes del agravamiento de la crisis internacional a fines de 2008⁹.



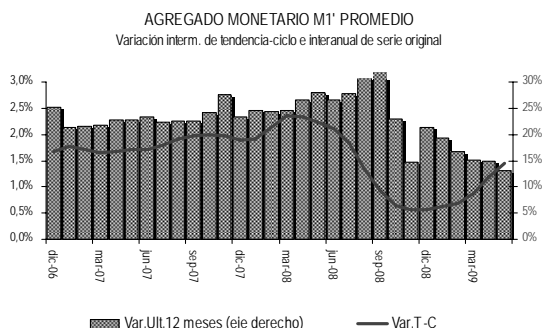
Este diagnóstico se mantiene de considerarse el agregado M1', que además de los instrumentos del M1 incluye a las cajas de ahorro. En efecto, la tasa de variación de los últimos doce meses se ubica en 13%,

líquidos y el de los totales, entendiéndose por líquidos a los depósitos a la vista y las cajas de ahorro.

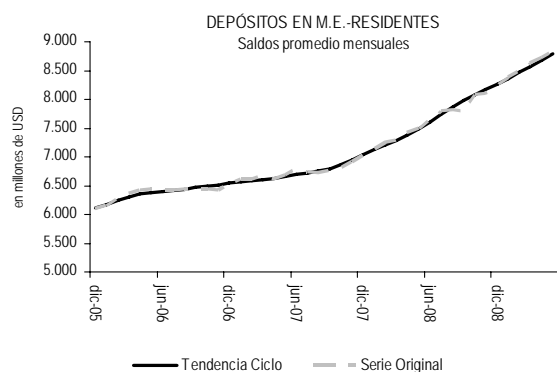
⁸ El agregado M1 incluye el circulante en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional del público en los bancos.

⁹ En octubre de 2008 el M1 había presentado un escalón hacia abajo que se reflejó una variación negativa del componente tendencia-ciclo.

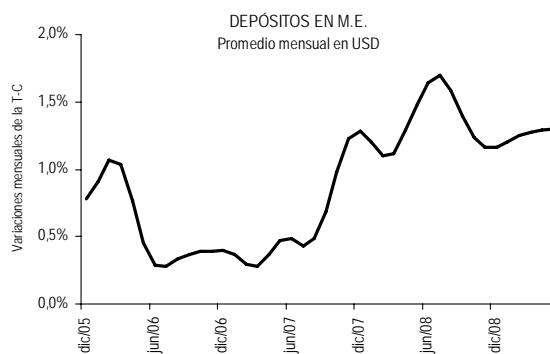
al igual que en el caso de M1, y se evidencia una aceleración en el comportamiento reciente del componente tendencia-ciclo.



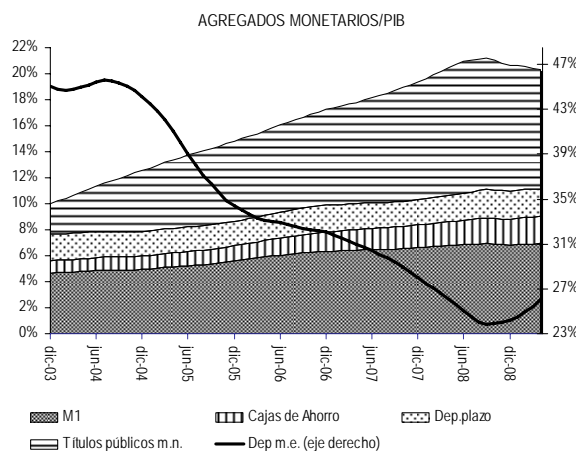
El hecho de que los agentes se hayan desprendido de manera transitoria de los activos en moneda nacional, proceso que comenzó a revertirse en los últimos meses en varios instrumentos, no implica necesariamente que estén tomando decisiones de sus pautas de gastos que impliquen una mayor presión sobre la demanda agregada en el corto plazo. Por el contrario, en un contexto de gran incertidumbre, probablemente los agentes estén adoptando conductas conservadoras en materia de gasto e invirtiendo en otros activos financieros, por ejemplo activos denominados en moneda extranjera. Esta hipótesis sería consistente con los comportamientos que se evidencian en el saldo de cuenta y corriente de la Balanza de Pagos y en la información de cuentas nacionales.



Consistentemente, los depósitos en moneda extranjera realizados por agentes residentes siguieron aumentando fuertemente durante el segundo trimestre de 2009, ubicándose de acuerdo a los últimos datos 18% por encima del nivel de un año atrás, medido en dólares corrientes. Las colocaciones del público en este tipo de instrumento se aceleró notoriamente a partir de mediados de 2007 cuando se percibieron los primeros signos de la crisis internacional.



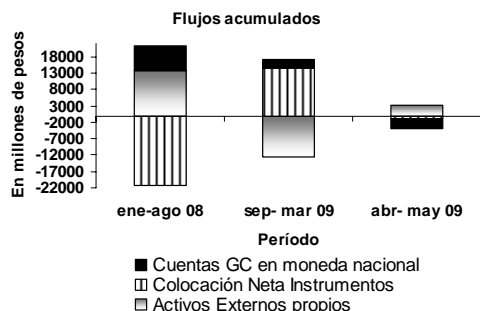
De hecho, esa reacción del público a la crisis internacional determinó una detención del proceso de desdolarización que venía experimentando la economía uruguaya a partir de la salida de la crisis financiera de 2002. En este sentido debe notarse que, de acuerdo a lo evolución de los ratios que relacionan los distintos agregados con el PIB, este proceso no se ha revertido totalmente aunque no existen indicios de que la reciente mayor estabilidad del contexto internacional haya dinamizado sustancialmente la demanda de los agentes domésticos por activos en moneda nacional.



2.3 El balance monetario del Banco Central

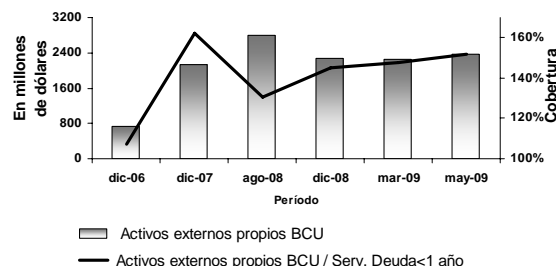
Las oscilaciones que se han verificado desde comienzos del año pasado en los mercados financieros internacionales impactaron en la economía doméstica y las respuestas de política llevadas a cabo por el BCU pueden apreciarse en el balance monetario del mismo. Las decisiones de cambio de portafolio que verificaron los agentes en dicho período se vieron reflejados en el comportamiento de los activos externos líquidos y en la emisión neta de deuda denominada en moneda nacional.

Activos Externos Propios y Emisión Neta de Instrumentos



ACTIVOS EXTERNOS PROPIOS BCU

Stocks a fin de cada período y relación de cobertura de vencimientos de deuda



En efecto, durante el período abril-mayo se verificó cierta reversión del cambio de portafolio que había implicado mayor apetito por activos en moneda extranjera. En este nuevo escenario, el BCU, al igual que como se había comportado en los primeros ocho meses de 2008 colocó títulos en términos netos, básicamente como contrapartida de la expansión monetaria derivada de las compras netas de divisas. Como consecuencia, el circulante de LRM en pesos y en UI se incrementó \$ 1.600 millones en lo que va del año. Esta medida, junto con la contracción generada por el incremento de disponibilidades del Gobierno Central, tuvo por objeto contrarrestar en parte la mencionada expansión provocada por las compras de divisas (USD 105 millones equivalentes a \$ 3.121 millones) y el déficit en moneda nacional del BCU por \$ 2.220 millones. Como resultado los pasivos monetarios, en lo que va de 2009, se redujeron \$ 1.538 millones.

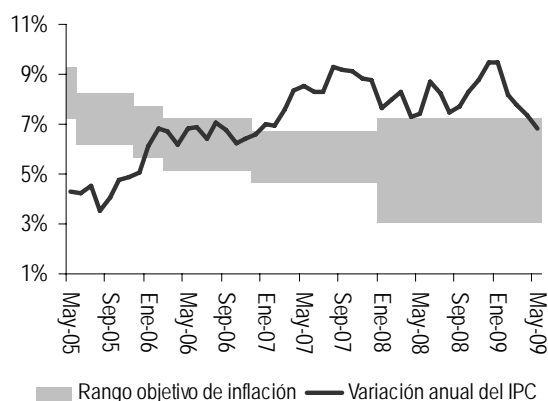
3 Evolución de los precios

3.1 Análisis de la inflación

El Índice de Precios del Consumo (IPC) creció 6,63% en el año culminado en mayo. Por primera vez desde enero de 2007, la tasa de inflación anual se ubicó dentro del rango objetivo definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica.

Las mencionadas compras netas de divisas, tenían por objeto, como ya se mencionó, moderar la tendencia a la apreciación que experimentaba la moneda nacional. Esta estrategia derivó en el fortalecimiento de la posición externa del BCU. En efecto, al cierre de mayo de 2009 sus activos externos líquidos propios –que restan del total la contrapartida de depósitos recibidos en moneda extranjera del sistema financiero y del Gobierno Central– representaron el 152% de los vencimientos propios a cubrir en moneda nacional y extranjera, en los próximos doce meses.

INFLACIÓN OBJETIVO E INFLACIÓN EFECTIVA



Concomitantemente los activos externos líquidos que el BCU tiene en calidad de depositario de los fondos del Gobierno Central recuperaron a fines de mayo los niveles previos al inicio de la crisis. El aumento que han registrado a partir de diciembre, tuvo su origen básicamente en los desembolsos realizados por organismos multilaterales de crédito, los que totalizando unos USD 1200 millones en el período.

En los primeros cinco meses del año, el IPC creció 1,66%, 2,44% menos que en igual período del año anterior y también muy inferior a la observada en la primera mitad de años anteriores.

En marzo-mayo las medidas fiscales incidieron en el alza del IPC, a diferencia de lo ocurrido en el primer bimestre, en el que dichas medidas tuvieron un rol muy importante en la contención de la variación de los precios del consumo.

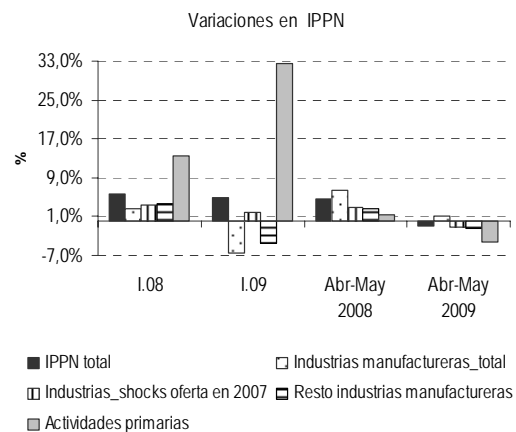
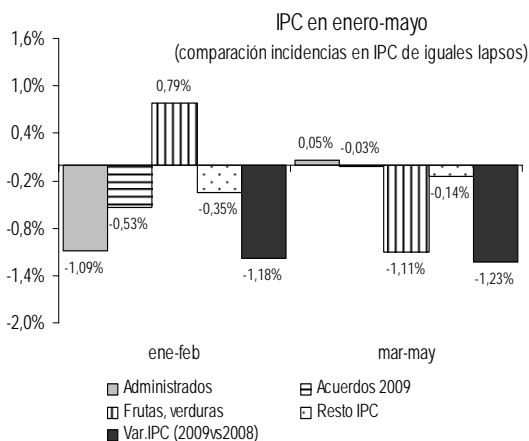
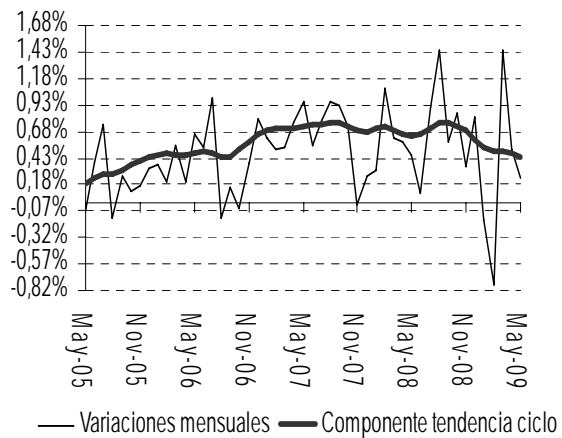
Así, el aumento de precios administrados alcanzó a 1,8% entre marzo y mayo, como consecuencia fundamentalmente del aumento en el precio del petróleo. En este grupo se destacaron los incrementos de ANCAP (5,1% en promedio) y de UTE

(3,5%) así como del servicio de transporte colectivo (6,4%). El IPC de junio incluirá aumentos cercanos a 8% del combustible para autos y de las tarifas eléctricas de los hogares, un incremento cercano a 2% en las cuotas mutuales y una parte de la suba de 7% autorizada para el precio del servicio de taxímetros.

Por otra parte, la serie de acuerdos de precios que también contribuyeron a quitar fuerza al crecimiento del IPC en el primer bimestre del año, dejaron de tener fuerza en el trimestre siguiente.

Por otra parte, en el trimestre marzo-mayo, las frutas y verduras se abarataron 15,5%, convirtiéndose en el rubro que más contribuyó a la caída del IPC.

Bienes transables internacionales en el IPC

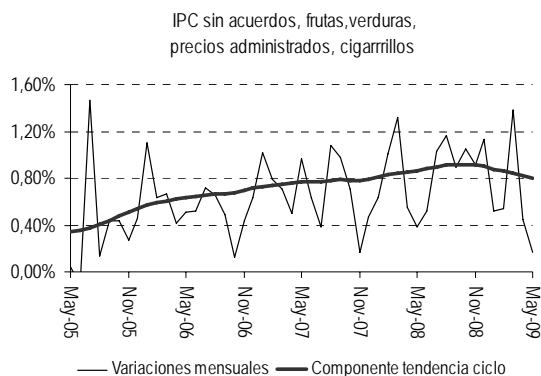


En marzo-mayo, se redujo el ritmo de aumento de los precios transables internacionalmente incluidos en el IPC, evolución que se explica, fundamentalmente, por aquellos bienes cuyos precios habían crecido en 2007 y parte de 2008 por la ocurrencia de shocks de oferta (panes y cereales, aceites y grasas, carnes y derivados). La evolución de los precios percibidos por los productores domésticos, recogida en el Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN), también muestra que en 2009 los precios han variado a tasas menores que las de 2008.

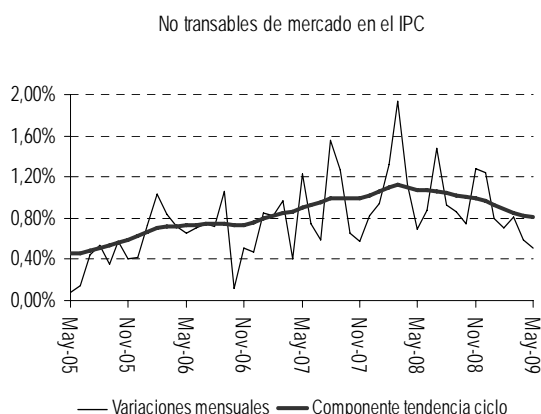
Sin embargo, en los mercados internacionales se destaca una tendencia al aumento del precio de los *commodities* relevantes para Uruguay. Parece razonable, por lo tanto, esperar una recuperación de los precios del IPC de bienes transables. Se iría diluyendo el alivio que la evolución de la inflación internacional representó para las presiones inflacionarias de la economía uruguaya.

Si se excluye del IPC a los precios afectados por acuerdos o por medidas fiscales así como a los de frutas y verduras, se obtiene el índice "Resto del IPC" con una ponderación de 65% en el IPC global. Este grupo de precios creció 3,1% en los primeros cinco meses de 2009, 0,9% menos que en igual período del año anterior e inferior a la de 2,44% del IPC. El "Resto del IPC" aportó 0,5% a la caída que se observa en la tasa de crecimiento de los precios al consumo en la

comparación de los primeros cinco meses de 2009 e igual período de 2008.



Tanto la evolución de las tasas de crecimiento de "Resto del IPC" como las de no transables de mercado, sugieren una tendencia a la reducción del núcleo inflacionario de la economía uruguaya.

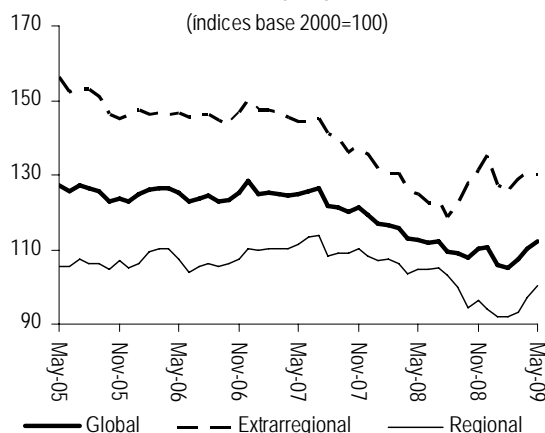


3.2 Precios relativos

El indicador de tipo de cambio real efectivo creció 5,6% en febrero-mayo luego de haber caído 3,1% entre setiembre de 2008 y enero de 2009, período en que se profundizó la crisis financiera internacional.

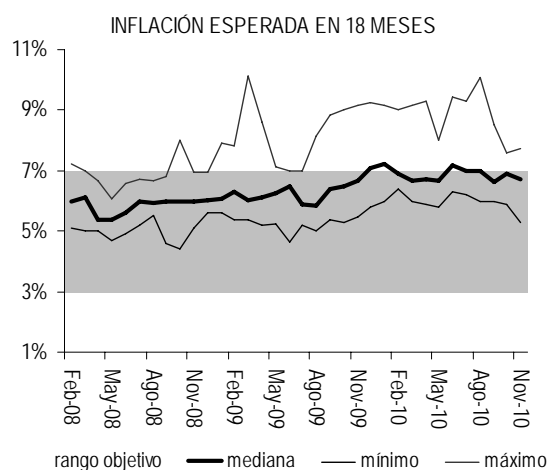
Por un lado, el índice de tipo de cambio real efectivo extrarregional mostró un incremento de 2,3% en el cuatrimestre febrero-mayo. A nivel regional, cabe destacar el aumento de 15,2% que este indicador tuvo del tipo de cambio real efectivo en la comparación con Brasil. Téngase presente que el dólar se apreció fuertemente en este país (15,6%) mientras que se depreció entre nuestros principales socios a nivel extrarregional (3,8%).

INDICADORES DE TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO

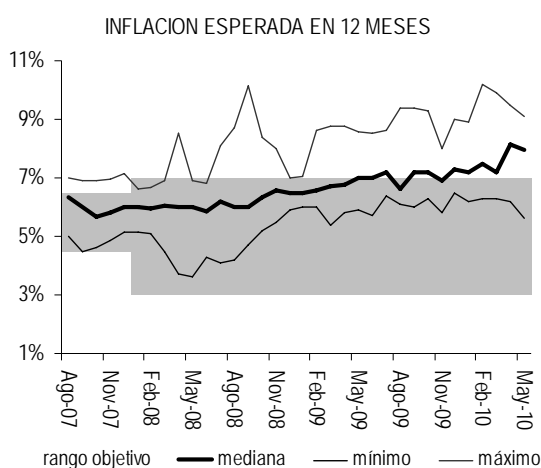


3.3 Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (noviembre de 2010) fue de 6,7% en el mes de junio. En tanto la media se ubicó en 6,59%. Por lo tanto, las expectativas de inflación de los analistas consultados se encuentran dentro del rango objetivo, próximas al límite superior en ese horizonte.



Sin embargo, en el horizonte a doce meses, es decir, para el período comprendido entre junio de 2009 y mayo de 2010, las expectativas de los agentes se ubican por encima del rango meta. En efecto, la mediana fue de 7,97% mientras que la media alcanzó el valor de 7,50%.



4. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias. La batería de medidas tomadas a principio de año evitó que el IPC alcanzara el 10% en términos anuales. En efecto, tal como se mencionó en el apartado anterior la reducción de la inflación medida en los últimos doce meses cerrados a mayo, se ubicó en 6,6%, luego de haber alcanzado 9,2% en diciembre de 2008. Asimismo, ello también permitió que por primera vez en muchos meses la tasa anual de inflación se posicionara dentro del rango-meta. En ese sentido el Banco Central evaluó los resultados como auspiciosos, aunque todavía existen elementos que aconsejan evaluarlos con precaución.

En primer lugar, el grueso de la reducción inflacionaria de los primeros cinco meses del año puede atribuirse a precios volátiles como frutas y verduras, a los acuerdos de precios y a las medidas fiscales tomadas con dicha finalidad, más que al impacto de las medidas monetarias que condujeran a reducciones inflacionarias generalizadas en el conjunto de los bienes y servicios que componen la canasta del IPC. En segundo término, y en concordancia con lo anterior, distintas estimaciones de inflación subyacente la ubican aún por encima del rango-meta. En tercer lugar, si bien se ha constatado una reducción de las expectativas de inflación del mercado desde principios de año - sea que se las mida mediante las encuestas realizadas a expertos o que se las mida por el premio que pagan los títulos en pesos en comparación con los de Unidades Indexadas (UI) que emite el propio Banco Central

(Letras de Regulación Monetaria)- todavía no se ha logrado que las mismas se ubiquen consistentemente dentro del rango-meta en el horizonte de proyección, particularmente en 2010.

4.2 Escenario Internacional y su impacto interno. El escenario internacional sigue caracterizado por una elevada incertidumbre. Por una parte, no ha cambiado el panorama general que se caracteriza por políticas monetarias y fiscales expansivas que intentan mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas, las que aún no han logrado revertir los valores negativos en las tasas de crecimiento y su impacto sobre la demanda mundial por los productos que Uruguay exporta. El menor dinamismo externo explica buena parte de la desaceleración en el crecimiento interno y permite esperar una menor presión inflacionaria doméstica para los próximos trimestres. Por otra parte, desde el punto de vista de las presiones inflacionarias externas sobre los precios domésticos, en los últimos meses se han revertido en parte las tendencias a la caída de precios de *commodities*, lo que se ha mitigado por la debilidad relativa del dólar en los mercados mundiales, aspecto que también se reflejó en el mercado doméstico con una leve 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 excesiva volatilidad en el mercado de cambios. Los ajustes de precios relativos a las nuevas circunstancias que facilita la flexibilidad cambiaria posicionan de la mejor manera posible al sector real de la economía, dado que evitan desequilibrios que puedan agudizar la reducción de la demanda externa y sus impactos de corto plazo sobre el desempleo, a la vez que potencian una rápida reacción cuando la economía internacional tienda a normalizarse. Asimismo, el escenario de desaceleración hace prever un crecimiento modesto de la demanda real de dinero durante 2009, por lo que el Banco Central deberá cuidar que la evolución de la oferta de dinero resulte compatible con ese crecimiento y con el mantenimiento armónico de la Tasa de Política Monetaria.

4.4 Decisión de Política Monetaria. En este contexto el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay ha entendido conveniente mantener el sesgo contractivo de su política monetaria, dado que sería altamente riesgoso soslayar los impactos negativos que tendría un recrudecimiento de la inflación en el escenario actual. Sin perjuicio de lo anterior, y tomando en consideración que durante el segundo trimestre del año la tasa de inflación ha seguido descendiendo hasta ubicarse dentro del rango-meta luego de mucho tiempo, así como el cambio en la coyuntura doméstica caracterizado por el freno en la actividad económica, se decidió una nueva readecuación de la Tasa de Política Monetaria (TPM), la que pasó a ubicarse en 8%. Esta decisión implica mantener tasas reales positivas que reflejan la preocupación de la Autoridad Monetaria con relación a los riesgos inflacionarios en el complejo panorama actual, todo ello sin descuidar el eventual aporte de la política monetaria para suavizar el ciclo, apoyando así al resto de la política económica.

4.5 Gestión de la Política Monetaria. A nivel operativo y con el objeto de fortalecer la señal de política, el Comité decidió gestionar la Tasa Media de Mercado (TMM) para que diariamente la misma se ubique en el entorno de la TPM, con un rango de tolerancia de +/-50 puntos básicos. Ello implica que la tasa de interés del mercado a un día se estará moviendo en un corredor que va desde 7,5% hasta 8,5%.

En ese marco, se seguirá recurriendo a la emisión de Letras de Regulación Monetaria 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. Asimismo, también se seguirán utilizando instrumentos de sintonía fina para facilitar el manejo intra-mensual, principalmente la emisión de Certificados de Depósitos o Repos a menos de un mes, cuando se requiera respectivamente esterilizar o inyectar liquidez a los efectos de cumplir con el objetivo diario.

Cabe mencionar que la decisión de haber incorporado Letras de Regulación Monetaria a plazos de 5 y 10 años durante el segundo trimestre del año le permitió al Banco Central del Uruguay incorporar instrumentos útiles para incrementar el *maturity* de su propia deuda, a la vez que constituye una nueva acción consistente con el importante objetivo de seguir desarrollando los mercados en moneda doméstica. En efecto, la curva de rendimientos de los títulos del Banco es una

referencia indispensable para facilitar la generación de esos mercados y reducir la dolarización.