



Informe de Política Monetaria

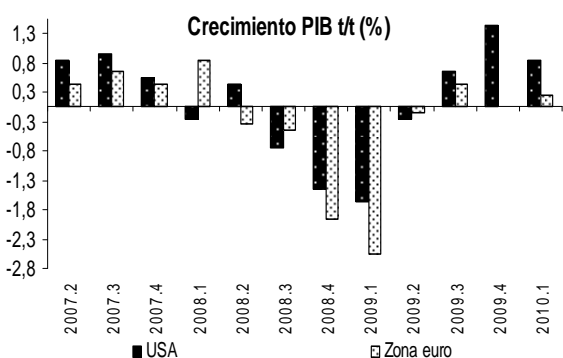
Junio 2010

The background of the cover is a photograph of the Banco Central del Uruguay building. The building is a multi-story structure with a light-colored, textured facade. A large, dark blue sign is mounted on the front of the building, featuring the text 'BANCO CENTRAL DEL URUGUAY' in white, raised, all-caps letters. Above the text on the sign is a circular emblem containing a stylized bird. The sky above the building is a clear, bright blue.

1. El contexto macroeconómico de la política monetaria

1.1 La situación internacional y regional

En el primer semestre del año la economía internacional continuó emitiendo señales de recuperación. Sin embargo, los elevados déficits fiscales, de cuenta corriente y el endeudamiento que presentan algunos países europeos, llevaron a implementar severos ajustes fiscales que conducen a evaluar las previsiones de crecimiento con cautela, habida cuenta de los considerables riesgos que aún enfrenta la economía global.



Fuente: BEA, Eurostat

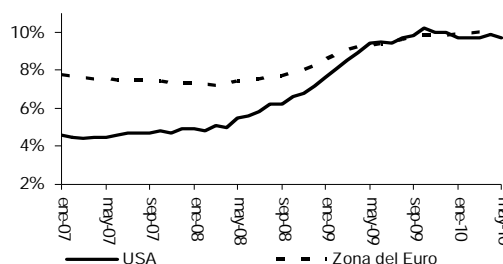
En ese sentido, el nivel de actividad en USA creció 2.7% en el primer trimestre de 2010 - tasa anualizada y desestacionalizada-, lo que representa una desaceleración con respecto al nivel de 5.6% alcanzado en el último trimestre del 2009. Este crecimiento fue revisado a la baja desde un dato preliminar de 3%, y se explica por el aumento en el consumo privado en 3% junto con la desaceleración del incremento en los inventarios, cuya contribución al PIB cayó de 3.8% a 1.9%. Las exportaciones se moderaron a 11.3% de crecimiento, la inversión fija residencial cayó en 10.3% y finalmente el gasto público estatal y federal disminuyó en 3.8%. Para el promedio del año 2010 se espera un crecimiento del entorno de 3%, al igual que para 2011.

El crecimiento de la Zona Euro en el primer trimestre, por su parte, alcanzó el 0.8% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados y anualizados. La demanda doméstica se mantiene débil, siendo las exportaciones el factor dinamizador del crecimiento. En términos interanuales, la Zona Euro creció un 0.6%, logrando un crecimiento por

primera vez en seis trimestres. Esta cifra se vio ampliamente favorecida por la exigua base de comparación. El desempeño individual de los países integrantes difiere de forma significativa: mientras Alemania e Italia sorprendieron con un crecimiento trimestral de 0.16% y 0.42% respectivamente, España presentó un magro 0.08% – al menos en terreno positivo – mientras Grecia cayó un 1.0%, todos en términos desestacionalizados. La recuperación de la Zona Euro se ve severamente amenazada por las crisis fiscales de sus miembros más débiles. En este año se aguarda un leve incremento de la actividad, de aproximadamente 1%, mientras que para 2011 se espera un crecimiento en torno al 1.5%.

La crisis fiscal y de deuda que se observa en Grecia, España, Portugal, Italia e Irlanda, desestabilizó a los mercados financieros, amenaza la frágil recuperación y genera incertidumbre respecto al futuro de la UE en general y la unión monetaria en particular. La interconexión financiera entre estos países con Alemania y Francia es elevada, lo que agrega otro elemento de riesgo. En ese sentido, la deuda que mantienen los países en dificultades con Alemania y Francia se ubica por encima de los 900 mil millones de dólares en el caso de Francia y de 700 mil millones en el caso de Alemania. Es en estas circunstancias que emergen las diferencias en productividad y competitividad entre los países de la Zona del Euro, lo que condujo a que se registraran desbalances a su interior con cuentas corrientes deficitarias con respecto a Alemania. El camino que se eligió fue efectuar ajustes fiscales mientras el Banco Central Europeo junto con el FMI otorgan préstamos garantidos proveyendo de liquidez a los países que así lo requieran, como fue el caso de Grecia. El gran deterioro fiscal en que incurrieron los países industrializados condujo a que el G20 se comprometiera a reducir el déficit fiscal de dichos países a la mitad para el año 2013.

TASA DE DESEMPLEO EN USA Y EN LA EURO ZONA



Fuente: BLS, Eurostat

El mercado de trabajo de EEUU y Europa continúa mostrando señales diferentes. Mientras que en EEUU la tasa de desempleo cae a 9.7% en mayo y la tasa de empleo crece sistemáticamente desde enero y se ubica en 58.7%, lo que constituye una leve mejora, en la Zona del Euro la tasa de desempleo se mantiene en el 10%. Sin embargo, se observa que la tasa anual de crecimiento de los salarios que se negociaron en el primer trimestre de 2010 declinó a 1.7% con respecto al cuarto trimestre del 2009, donde fue de 2.1%. Es probable que la tasa continúe declinando en el transcurso de este año a medida que los viejos contratos salariales vayan siendo reemplazados por nuevos, con menores incrementos salariales tanto en el sector público como en el privado.

En China el crecimiento se aceleró en el primer trimestre a 11.9% en términos interanuales, la tasa más elevada desde el cuarto trimestre del 2007. El gobierno chino implementó medidas tendientes a estimular el consumo y la inversión privada durante la crisis que, si bien consiguieron su objetivo, ahora resulta necesario retirar, en virtud de que la economía enfrenta un riesgo de recalentamiento. En particular, la inflación anual en abril fue de 2.8% y tanto el precio de la tierra como el de la vivienda están aumentando al amparo de la mayor liquidez, las mejores condiciones crediticias y las tasas de interés reales negativas que se pagan por los depósitos. En respuesta, el gobierno implementó una serie de medidas administrativas tratando de enfriar la economía. Para 2010 se proyecta un crecimiento promedio de la actividad de 10%, al tiempo que para 2011 el crecimiento sería de 9%.

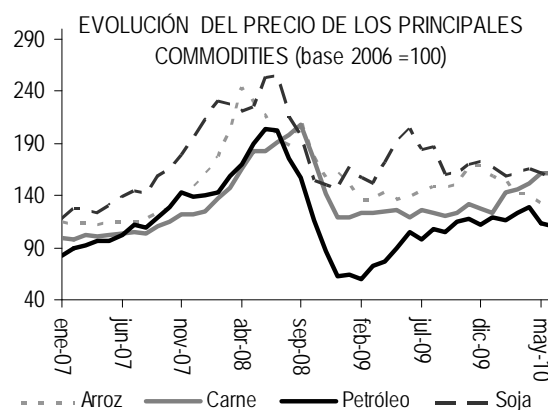


Fuente: Bloomberg.

El comercio mundial se recuperaba en el primer trimestre de 2010 con un crecimiento interanual de 16% debido a la baja base de comparación, de acuerdo al *Word Trade Monitor* del CPB de Holanda. Sin embargo, el *Baltic Dry Index* - un indicador del

transporte marítimo- que aproxima los flujos comerciales evidencia fuertes oscilaciones sin señales de una firme recuperación.

Los precios de los *commodities* que Uruguay exporta crecieron moderadamente en el primer semestre en términos interanuales. Se prevé que los precios agrícolas se mantengan en el entorno de los actuales niveles durante el resto de 2010. Eventualmente, la acción de los fondos de inversión podría generar cierta volatilidad en el precio de estos productos, sin perjuicio de los avances que en materia regulatoria se están efectuando en estos mercados. Se mantiene presente, la posibilidad de que los precios pudieran bajar, por el exceso de oferta derivado de las excelentes cosechas de granos obtenidas a nivel mundial junto con una menor demanda resultante de la disminución del gasto en los países desarrollados. Asimismo un eventual cambio en la política de acumulación de stocks prevista para este año por parte de China también abonaría esta hipótesis. De todas formas, las tendencias de mediano plazo de los precios son positivas por la mayor demanda de alimentos en un contexto de mayor crecimiento mundial y del desarrollo de los biocombustibles. Por su parte, el precio del petróleo West Texas descendió levemente en el segundo trimestre en relación al primero y se ubicó en promedio en 77.3 USD el barril. Se estima que este descenso es transitorio y que a fin de año se ubicaría en el entorno de USD 84 el barril.

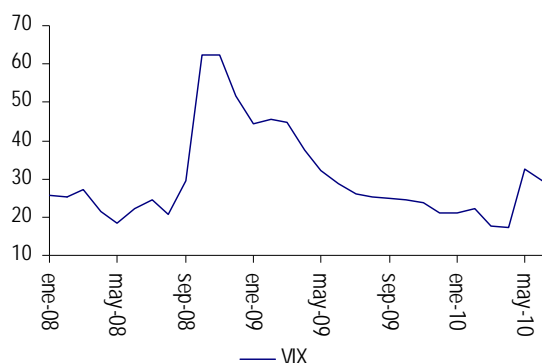


Fuente: Bloomberg e INAC.

En el segundo trimestre de 2010 las condiciones financieras internacionales se deterioraron rápidamente como consecuencia de la situación fiscal de las fuertemente endeudadas economías de la periferia europea. La percepción del riesgo sobre la deuda soberana de estos países aumentó así como la volatilidad de los instrumentos financieros. Esto refuerza la percepción de la fragilidad que enfrentan los mercados financieros y no contribuye a incrementar la confianza. A modo de ejemplo, el

Índice de Volatilidad VIX se incrementó 30% en el segundo trimestre en relación al primer trimestre del año.

Índice de Volatilidad VIX



Fuente: Bloomberg.

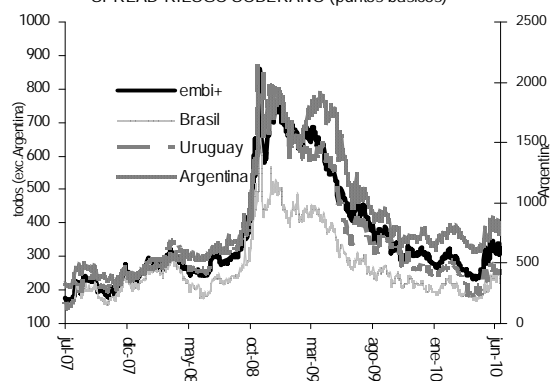
Las vulnerabilidades de los sistemas financieros todavía no fueron resueltas y amenazan la recuperación de muchos países del mundo desarrollado. Las políticas monetarias continúan siendo expansivas. Sin embargo, un período extenso de bajas tasas de interés eleva el riesgo sobre la estabilidad financiera porque alienta a endeudarse a plazos cortos, lo que conduce al aumento del apalancamiento en posiciones riesgosas y demora los necesarios ajustes en las hojas de los balances.

En ese sentido, el Congreso de USA está discutiendo la ley de reforma del sistema financiero en la cual se establece, entre otras medidas, lo que se conoce como la regla Volcker por la cual los bancos solo pueden invertir hasta el 3% de su propio capital en activos riesgosos como los fondos de cobertura *hedge funds* y acciones privadas. La nueva regulación establece un proceso ordenado de liquidación de las empresas no financieras que están al borde de la quiebra y crea la Agencia de Protección a los Consumidores Financieros, en la órbita de la Reserva Federal, que tendrá autoridad para regular los préstamos a los consumidores, lo que incluye las hipotecas y las deudas correspondientes a las tarjetas de crédito. Asimismo obliga a los bancos a crear y capitalizar una institución separada de ellos para comerciar con derivados riesgosos, lo que incluye a todos los *commodities*.

Las turbulencias registradas en mayo en los mercados financieros internacionales tuvieron un impacto puntual en el riesgo uruguayo que no se mantuvo en las semanas siguientes. Es así que durante el segundo trimestre se reafirmó la tendencia que ya se observaba respecto al descenso del riesgo

soberano de Uruguay con respecto al resto de los emergentes. El riesgo soberano del país cayó 8.3% con respecto al primer trimestre de 2010, el de Argentina lo hizo en 1.8%, en tanto que el de Brasil registró un leve descenso de 0.5%.

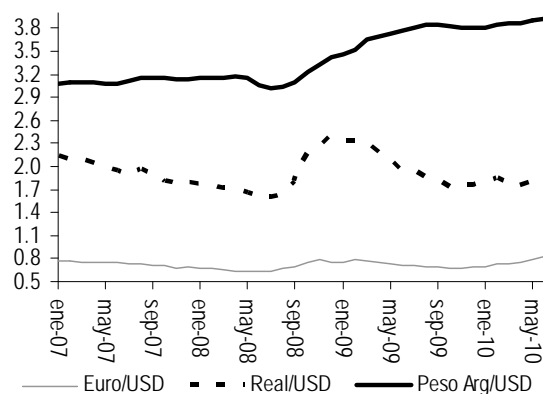
SPREAD RIESGO SOBERANO (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

En los últimos meses, el dólar se valorizó frente a las principales monedas lo que se debió al vuelo a la liquidez, a pesar de los fuertes déficits gemelos de la economía de USA y una recuperación menor a la esperada. La paridad fija de facto entre el dólar y el yuan se mantiene. Las autoridades chinas indicaron recientemente que flexibilizarían el yuan vinculando su evolución probablemente a una canasta de monedas aún no especificada, lo que se espera que genere una modesta apreciación del yuan respecto del dólar. En el corto plazo la medida no alteraría los elevados desequilibrios comerciales que existen entre ambas economías.

EVOLUCIÓN PRINCIPALES MONEDAS

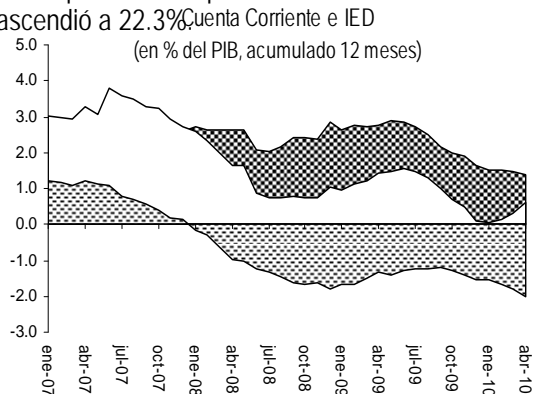


Fuente: Bloomberg

La economía Argentina creció 6.8% en el primer trimestre de 2010 en términos interanuales y se estima que cierre el año con un crecimiento en el entorno de 7%, impulsada por la demanda interna y en menor medida por las exportaciones. Del lado de

la oferta el crecimiento del primer trimestre se explicó por el sector agrícola y por el sector industrial que se incrementó 10.2% interanual a mayo. La industria automotriz y la de metálicas básicas lideran el crecimiento. El fuerte crecimiento del nivel de actividad, junto con acuerdos de aumentos salariales, hace temer que la economía argentina enfrente una aceleración inflacionaria, la cual no parece ser convalidada en las últimas mediciones. La evolución relativamente estable del tipo de cambio nominal conduciría a un aumento de la inflación en dólares relativa a la de Uruguay, lo que se traduciría en un aumento del tipo de cambio real bilateral durante 2010. La expansión económica junto con la evolución del tipo de cambio real hace prever que la economía argentina será un factor de impulso al crecimiento uruguayo.

Capital Fijo se incrementó en 26%, y las exportaciones de bienes y servicios lo hicieron en 14.5%. Se estima que Brasil crecerá en el entorno de 6.5% en 2010 lo que contribuirá a mantenerlo como fuerte demandante de los bienes uruguayos. Brasil continúa siendo el primer destino de nuestras exportaciones de bienes con una participación en el total que en los primeros cuatro meses del año ascendió a 22.3%.



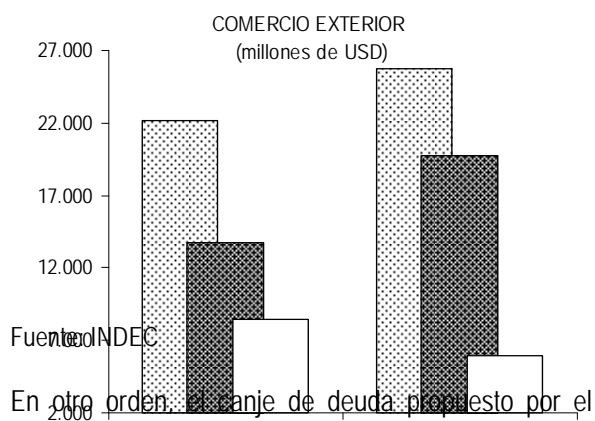
■ IED □ Necesidad de financiamiento externo ▨ Cuenta corriente

Fuente: BCB

Con el objetivo de moderar las presiones inflacionarias ante la posibilidad de que la economía se estuviera "recalentando", el BCB elevó la tasa Selic en 0.75%, lo que la ubica en 10.25%. La inflación de los 12 meses cerrados en mayo fue de 5.23%, menor a la de abril, que alcanzó 5.27%. De todos modos continúa por encima del centro del rango meta de 4.5%. Las expectativas de los analistas brasileros consultados por el BCB es que la tasa Selic vuelva a subir este año y que la tasa de inflación se modere.

El sector público aumentó su superávit primario de 1.9% del PIB que se registró en los doce meses cerrados a marzo a 2.17% en doce meses a abril. El mayor nivel de actividad, así como el retiro de los estímulos fiscales -como reducción de impuestos- condujo a que se incrementara la recaudación contribuyendo a este resultado y reduciendo el déficit global del sector público a 3.2% del PIB.

La cuenta corriente continúa deficitaria y acumula un déficit del 2% del PIB en los últimos doce meses cerrados a abril la que es financiada por el ingreso de capitales tanto en cartera como en inversión directa extranjera (IED) que alcanzó a 1.38% del PIB.



En otro orden, el canje de deuda propuesto por el gobierno concitó la adhesión del 66% de la deuda que permanecerá en cesación de pagos desde 2005. De este modo, sumando el canje de 2005 se logró reestructurar más del 90% de la deuda declarada en default en 2002 y se superó el 60% que era el piso fijado por el Gobierno. Resta solucionar la situación con el Club de París, que representa aproximadamente USD 6.000 millones. Los efectos del canje ya fueron descontados por el mercado. El canje es un paso importante para acceder a los mercados voluntarios de deuda.

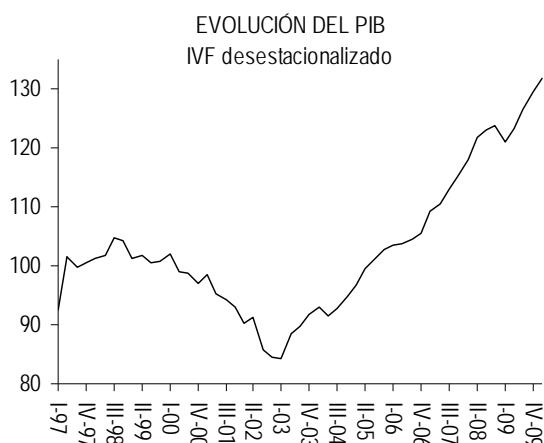
En Brasil, el PIB creció 9% en términos interanuales en el primer trimestre de 2010. Los sectores que más crecieron fueron la industria con 14.6% al que le siguieron el sector servicios y el agropecuario con incrementos de 5.9% y 5.1% respectivamente. El crecimiento del salario real condujo a que el consumo privado aumentara en 9.3%. La Formación Bruta de

1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

La economía uruguaya completó, durante el primer trimestre de 2010, un año de vigoroso crecimiento luego de la crisis internacional. El PIB se expandió 1,7% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, mientras que en términos interanuales el crecimiento fue de 8,9%.

El contexto internacional resultó favorable para la evolución económica de nuestro país. La demanda externa de *commodities* se mantuvo firme, lo que permitió mayores colocaciones en el exterior de varios rubros agroindustriales. Paralelamente, los precios de exportación de varios productos uruguayos se incrementaron lo que resultó en una mejora de los términos de intercambio.



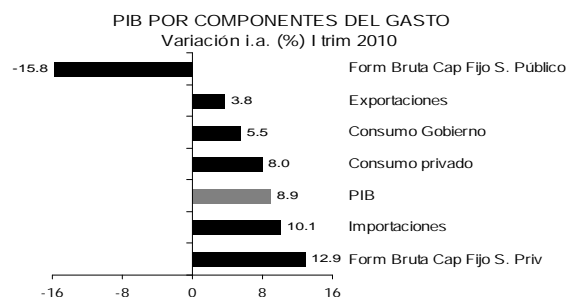
Oferta y utilización finales

Las importaciones de bienes y servicios se incrementaron, lo que junto al aumento del PIB, expandió la oferta final. Las mayores compras al exterior deben asociarse a la aceleración del crecimiento económico y a un cambio del comportamiento del gasto privado. En efecto, las importaciones de insumos intermedios fueron las que más aumentaron, al tiempo que las correspondientes a bienes de consumo e inversión también crecieron. Cabe recordar, que luego de la agudización de la crisis internacional a fines de 2008, en un marco de mayor incertidumbre y de una marcada reducción del ritmo de crecimiento, en 2009 las importaciones se contrajeron.

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 Construcción. Por su mayor incidencia, se destaca el incremento de Electricidad, gas y agua, debido a la mayor generación eléctrica luego de la sequía que afectó al país en la primera parte de 2009. También sobresale el aumento de Transporte y comunicaciones, por el crecimiento sostenido que viene registrando la telefonía celular y de transmisión de datos, así como el transporte terrestre de pasajeros. Por su parte, el sector de Comercio, restaurantes y hoteles se expandió a buen ritmo, por mayores ventas de automotores y otros bienes importados, así como por el incremento de la actividad de hotelería.

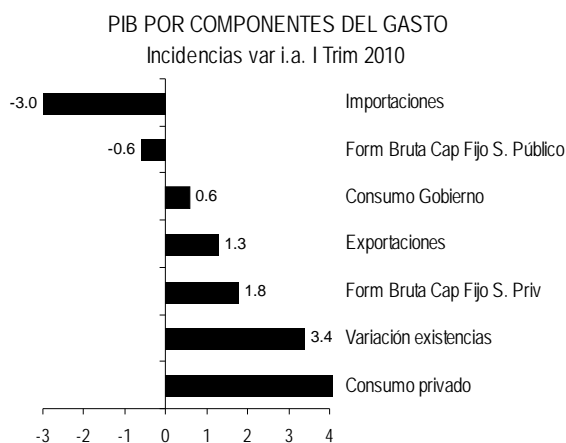
El sector Agropecuario y la Industria Manufacturera, en tanto, si bien crecieron a una tasa inferior a la del PIB, mostraron una mejora respecto al mal desempeño de la primera parte del año pasado. Ello fue posible gracias a condiciones internacionales más favorables que alentaron la producción de varios cultivos (sobre todo soja) y el incremento de la faena. Asimismo, se verificó la expansión del nivel de actividad de varios rubros agroindustriales (carne, arroz, malta, celulosa y madera) así como de la Industria Química.

Desde el punto de vista del gasto, el motor del crecimiento continuó siendo la demanda interna. Sin embargo, puede apreciarse un cambio respecto a lo acontecido el año anterior. Cabe recordar que en 2009 el gasto público fue el que impulsó la actividad económica, mientras que el gasto del sector privado se retrajo. Sin embargo, en el primer trimestre de 2010 el gasto del sector privado fue el más dinámico, al tiempo que el gasto público se mantuvo constante. El gasto privado (en consumo e inversión fija) se expandió a la misma tasa que el PIB y contribuyó con siete puntos porcentuales al crecimiento global del nivel de actividad. Por su parte, la demanda externa también colaboró, aunque en menor medida, a



aumentar el nivel del producto.

El consumo del sector privado creció a una tasa levemente inferior a la del PIB (8%). Se destacó especialmente el incremento de las ventas de automóviles y de bienes durables, en el marco de expectativas más favorables de los consumidores (tanto acerca de la situación personal, como de la evolución prevista de la economía),¹ luego de que se redujera la incertidumbre proveniente del ámbito internacional. Por otro lado, también incidió en el aumento del consumo privado la expansión del crédito y la mejora real del ingreso de los hogares.



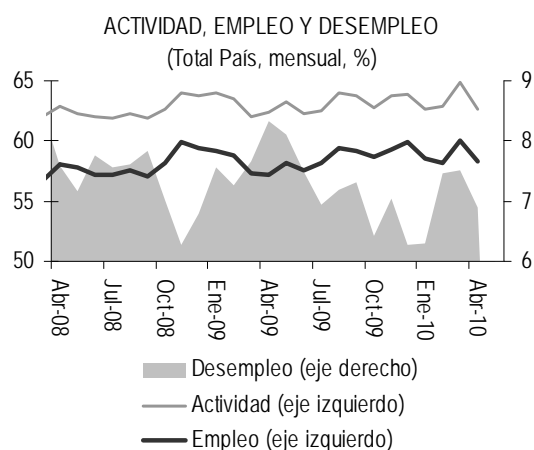
La Formación Bruta de Capital Fijo del sector privado recobró el dinamismo luego de la contracción experimentada en el año 2009 y se incrementó (13%), tanto en Maquinarias y Equipos como en Construcción. Sin embargo, la inversión pública tuvo un comportamiento contractivo (16%), luego de la significativa expansión verificada en el año anterior y tras la culminación de grandes proyectos de infraestructura.

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron en el año (3,8%), al influjo de mayores colocaciones de bienes. Éstas se expandieron impulsadas por las mayores ventas de *commodities* agrícolas (en particular trigo y soja), lácteos, carne, productos de caucho y plástico. Los principales destinos de exportación fueron Brasil, China, Argentina y Rusia. Las exportaciones de servicios se redujeron, debido al menor gasto de los turistas, que compensó en exceso el incremento del número de turistas ingresados.

Mercado de Trabajo

La tasa de desempleo continuó ubicándose en niveles históricamente reducidos (6,9% en abril para el total del país), guarismo similar al registrado antes del desencadenamiento de la crisis internacional.

La cantidad de personas empleadas, por su parte, se mantuvo relativamente estable en términos de tendencia-ciclo en las localidades de 5000 o más habitantes. Los sectores de actividad que crearon más empleo en los últimos doce meses fueron la Industria Manufacturera, Enseñanza, Servicio Doméstico y Actividades Agrícolas y Pesca.

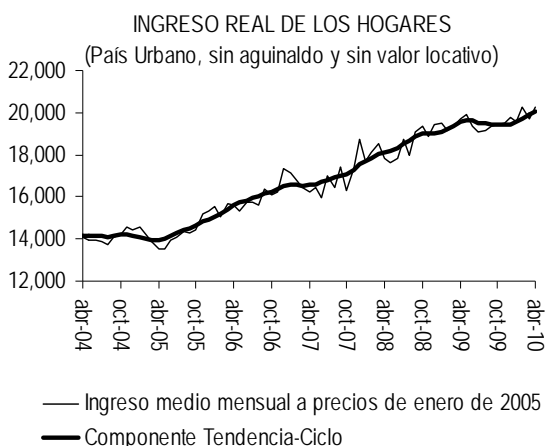


Si bien el desempleo se encuentra en niveles históricamente bajos, su composición presenta un sesgo hacia los más jóvenes, las mujeres y aquellos individuos con menor nivel de calificación. En efecto, la tasa específica de desempleo para los menores de 25 años alcanza 20% en abril mientras que para individuos de 25 y más años es apenas 4,4%. A su vez, la tasa de desempleo para las mujeres asciende a 8,6% mientras que la de los hombres es de 5,4%.

La cantidad de beneficiarios del subsidio por desempleo se redujo en el mes de marzo. El sector con mayor cantidad de trabajadores en el subsidio por desempleo es la Construcción, y en segundo lugar se encuentra la Industria Manufacturera.

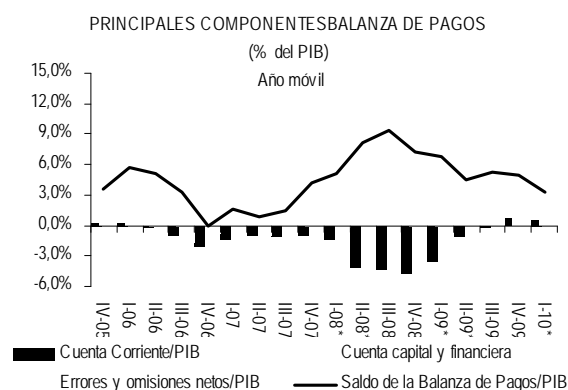
En el primer cuatrimestre del año el ingreso de los hogares siguió creciendo en términos reales (2,8% respecto a igual período del año anterior). La tasa de crecimiento del ingreso real de los hogares fue superior en el interior que en la capital del país. De acuerdo a las fuentes de ingresos, los salarios son los que más crecieron, mientras que las pasividades y los ingresos de los cuentapropistas se mantuvieron estables en términos reales.

¹. De acuerdo al Índice de Confianza de los Consumidores, elaborado por Equipos Mori.



1.2.2 Sector externo

La Balanza de Pagos del primer trimestre del año presenta una ganancia de Activos de Reservas de USD 108 millones en su estimación preliminar, como resultado del superávit en Cuenta Corriente que alcanza a USD 253 millones y un déficit en la cuenta Capital y Financiera parcialmente compensado por el ingreso de fondos por los movimientos no registrados reflejados en el rubro de Errores y Omisiones.



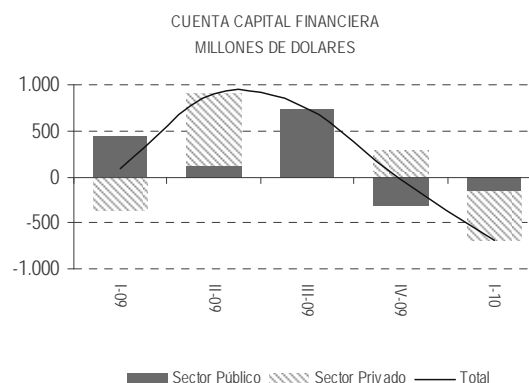
En términos tendenciales, los datos del año móvil finalizado en marzo reflejan que continúa la desaceleración en el ingreso neto de capitales que se inició con la crisis. La ganancia de activos de reserva presenta una desaceleración, resultado vinculado en parte a la política de liberación de encajes seguida por la Autoridad Monetaria desde fines del año pasado.

Principales desarrollos de la Cuenta de Capital y Financiera

Las divisas netas que salieron a través de la Cuenta Capital y Financiera en el primer trimestre de 2010 fueron 697 millones de dólares. Esta salida neta de capitales se originó fundamentalmente en el sector

privado, por USD 546 millones, y en menor medida en el sector público, por USD 151 millones.

A nivel del sector privado, la salida de fondos a través de los movimientos registrados fue consecuencia del comportamiento del sistema financiero, quien aumentó sus activos con el exterior, tanto a través de la adquisición de valores externos como del aumento de depósitos en el exterior.



En los tres primeros meses del año, la banca privada incrementó su posición neta con no residentes, como consecuencia de un aumento de los activos externos y una prácticamente nula variación de los saldos de pasivos. La contrapartida de este aumento de la posición con no residentes fue una caída de su posición con residentes, fundamentalmente con el sector privado. Durante el primer trimestre del año, la banca privada captó depósitos (neto de créditos) de residentes, y debido a la modificación de las exigencias de encaje legal, vigente desde fines del año pasado, aumentó sus activos con el exterior.

La salida de fondos del sector público fue consecuencia principalmente de la constitución de activos externos por parte del BROU. Durante el primer trimestre del año no se realizaron emisiones de bonos en el mercado internacional, por lo tanto el financiamiento externo a través de valores públicos estimado en más de USD 100 millones está vinculado a la emisión de letras de regulación monetaria, tanto en moneda nacional como en unidades indexadas.

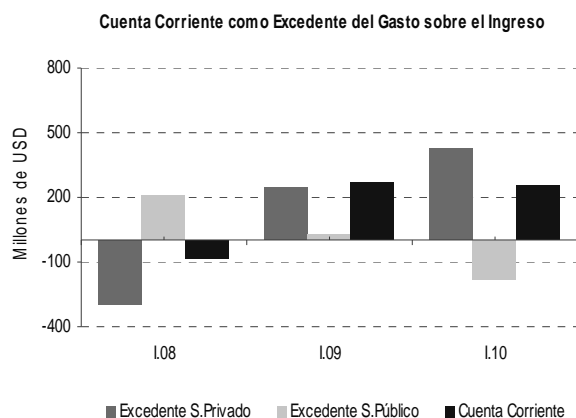
Por el contrario, la inversión extranjera directa estimada en el país verificó un ingreso cercano a los USD 370 millones, correspondiendo un 52% a inversión en vivienda y en campos con su respectivo capital de trabajo, un 2% a inversión de las instituciones financieras de propiedad de no

residentes, y un 47% a la inversión realizada por las otras empresas de capital extranjero.²

Principales desarrollos de la Cuenta Corriente

La cuenta corriente de la balanza de pagos del primer trimestre del año presentó un superávit levemente inferior (USD 17 millones) al de igual período del año anterior.

Considerado por su equivalencia con el excedente de los residentes, y analizado éste por sector institucional, se observa que el ajuste se produjo en el sector privado. Mientras este sector aumentó su superávit, el sector público pasó de un superávit cercano a los USD 20 millones en el primer trimestre de 2009 a un déficit de USD 175 millones en el primer



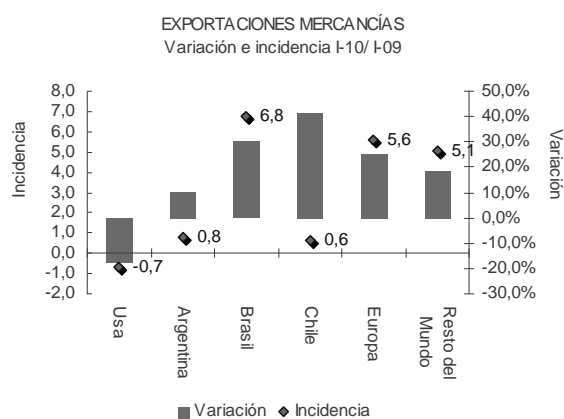
trimestre de este año.

En términos de los grandes agrupamientos de los registros de la balanza de pagos, el aumento del superávit de la cuenta comercial, en la comparación con igual período del año anterior, prácticamente compensó el mayor déficit de la renta de la inversión. Dicho incremento se produjo en un marco de mayor dinamismo en el intercambio comercial de bienes y servicios, ya que mientras las exportaciones verificaron un aumento de aproximadamente 18% a valores corrientes, las importaciones lo hicieron en el orden de un 16%. Aproximadamente el 85 % de la variación del superávit comercial se fundamentó en la recuperación del resultado del comercio de servicios. Por su parte el comercio de bienes, también

contribuyó positivamente a través de una reducción del déficit.

Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes registraron un crecimiento considerable a valores corrientes. En particular, la mejora de las ventas al exterior de las empresas instaladas en Zonas Francas y las de la industria frigorífica, explicaron en buena medida la disminución del déficit del rubro bienes.

En términos del comercio de mercancías por regiones, las exportaciones –sin incluir Zonas Francas- aumentaron tanto hacia los países de la región como hacia los de fuera. Las ventas a Brasil fueron las que exhibieron más dinamismo y explican casi 7 puntos porcentuales del aumento de 15,2% que



registraron las mismas.

Los movimientos de servicios turísticos con el exterior generaron USD 104 millones adicionales de divisas en el primer trimestre de 2010 en comparación con igual período del año anterior. En el turismo receptivo, el aumento del gasto diario per cápita determinó un incremento en el gasto total, pese al menor número de días totales de estadía. El aumento del turismo emisor se produjo como consecuencia del mayor número de turistas salidos y de un incremento en el gasto per cápita.

El rubro Renta registró un saldo negativo de USD 304 millones, lo que significa un aumento del déficit en el entorno de USD 130 millones respecto a igual período del año anterior. El mismo se debió principalmente al resultado del sector privado y en menor medida al del sector público.

En el sector privado, las empresas de inversión extranjera directa radicadas en el país aumentaron las rentas generadas debido a la suba en los precios de los *commodities*, al tiempo que los depósitos en el

² Al respecto cabe señalar que estas cifras son estimadas. Una parte considerable de la inversión extranjera directa se releva mediante encuesta una vez finalizado el año civil, por lo cual estas estimaciones pueden experimentar ajustes en la compilación definitiva.

exterior de los agentes residentes generaron menores rentas cobradas debido a la caída en las tasas de interés internacional. A nivel del sector público aumentó el pago de intereses correspondientes a valores públicos.

Variación de Activos de Reserva

Conforme a la medición de Balanza de Pagos, que registra exclusivamente la variación por transacciones, las reservas internacionales del BCU aumentaron en USD 108 millones en los tres primeros meses del año. Esta ganancia fue producto fundamentalmente de las compras de divisas, ya que por el contrario los depósitos en moneda extranjera de las instituciones financieras disminuyeron en forma continua a lo largo del primer trimestre del año, dada la reducción gradual de los encajes.

Cabe destacar que el aumento de las reservas resulta notoriamente menor al que se produjo en el primer trimestre del año anterior. Ello se debe fundamentalmente a que en aquel período se había producido la contratación de deuda de largo plazo por parte del Gobierno Central con organismos multilaterales de crédito por motivos precautorios, frente a la incertidumbre generada por el panorama internacional.

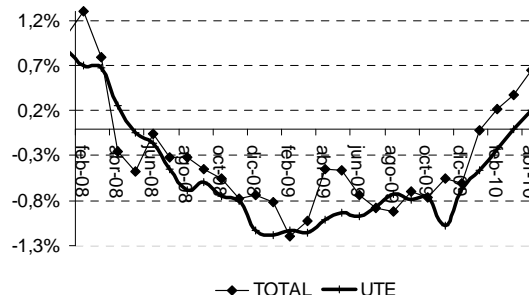
1.2.3 Finanzas públicas

El fortalecimiento de los fundamentos operado con posterioridad a la crisis de 2002, dio la posibilidad de llevar adelante una política fiscal tendiente a amortiguar los shocks externos e internos más allá de los estabilizadores automáticos. En lo referente al impacto en las variaciones del nivel general de precios, esta política involucra mitigar las fluctuaciones, ya sea incidiendo en la brecha del PIB con el manejo del gasto, como más directamente a través de los ajustes de las tarifas públicas.

En 2008 la política tarifaria amortiguó el shock que sobre el nivel general de precios ejercía el sobre costo energético derivado de las restricciones para la generación hídrica en el período de mayores precios internacionales del petróleo. El resultado primario de las empresas públicas, que había alcanzado a 2.4% del PIB en 2007, declinó hasta 0.5% en el año finalizado en agosto de 2008, mes previo a la drástica agudización de la crisis internacional que en lo que a este aspecto refiere, determinó una marcada caída del precio del petróleo. Con la descompresión de este factor, las tarifas tienden a reflejar sus costos, estimándose el resultado primario de las empresas

públicas para el año finalizado en abril 2010 en 2.2% del PIB.

Resultado total de EP y UTE
(12 mm en % del PIB)

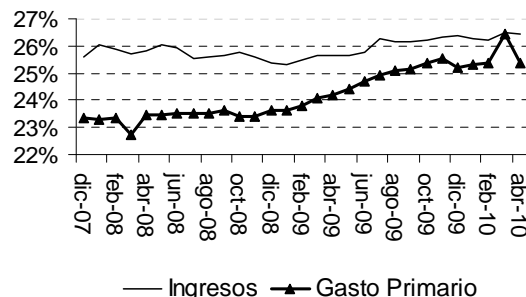


El consolidado del Gobierno Central y BPS también amortigua el ciclo, con un incremento del déficit de 0.9 puntos del PIB entre el año móvil previo a la crisis –a setiembre de 2008– y el subsiguiente. El impulso fiscal positivo se da a través del gasto, que en términos de PIB crece 1.4 puntos entre los períodos señalados, con expansión en transferencias, inversiones, remuneraciones y pasividades.

Al influjo del reducido impacto de la crisis que experimentó el mercado de trabajo y de la recaudación por el Fondo Nacional de Salud, los ingresos (medidos en términos de PIB) crecieron en este período (recaudación del BPS).

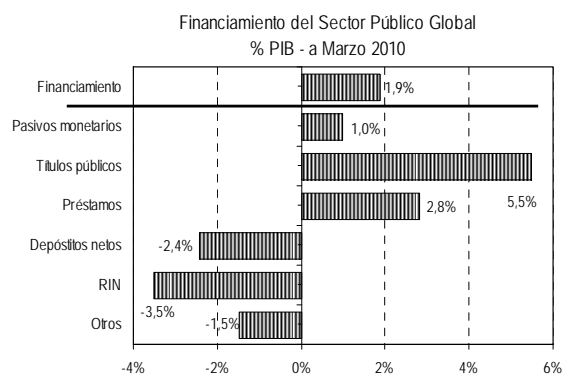
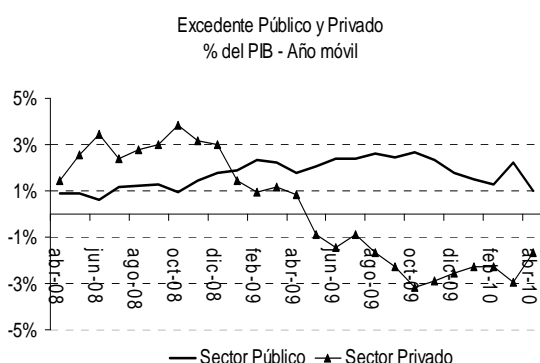
En la medida que la economía se recupera del efecto de la crisis internacional, el gasto público se estabiliza en términos de PIB, manteniéndose hasta abril 2010 en torno al 28%, con una reducción en inversiones y un crecimiento en pasividades y transferencias.

Gobierno Central consolidado con BPS
% del PIB - Año móvil



Mirado en el contexto del comportamiento de los restantes agentes, durante la crisis el sector público amortigua el ajuste que realiza el sector privado. La tendencia reciente, en que se insinúa una

flexibilización de este ajuste, el gobierno reduce su excedente.



Desde el punto de vista de la consistencia de la política fiscal con el objetivo de estabilidad de precios, tanto el déficit como su financiamiento apuntan a su fortalecimiento. El déficit global del sector público, con tendencia declinante, se ubica en una cifra estimada en el 0.9% del PIB para el año finalizado en abril 2010, cifra reducida en términos de la sostenibilidad de la política fiscal y considerando la comparación internacional.

La política de financiamiento del Gobierno Central retoma los lineamientos que la guiaban antes de la crisis internacional, lineamientos que se orientan a una reducción de las vulnerabilidades. Entre los mismos se señala para el período más reciente:

- El retorno a las emisiones de títulos, en una estrategia que complementa la emisión internacional realizada de setiembre 2009, con colocaciones sistemáticas en la plaza local.
- La denominación en moneda nacional de esta última emisión, denominación orientada a reducir las vulnerabilidades derivadas de variaciones de los precios relativos, no solamente en la deuda pública, sino en la operativa financiera global de la economía, al promover el desarrollo de este mercado.

2 La Política Monetaria en el segundo trimestre de 2010

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 26 de marzo de 2010, se decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6.25% con el fin de alcanzar el rango de inflación objetivo, definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica entre 4% y 6% para un horizonte de 18 meses, rango vigente a partir de junio de 2011.³

En el Comunicado del COPOM se establece que el BCU procurará “que la estructura de tasas en moneda nacional para los plazos relevantes continúe en niveles prudentemente positivos” y se deja constancia de la preocupación relativa a los riesgos inflacionarios asociados a una mayor inflación externa relevante en el marco de un crecimiento económico mayor al previsto.

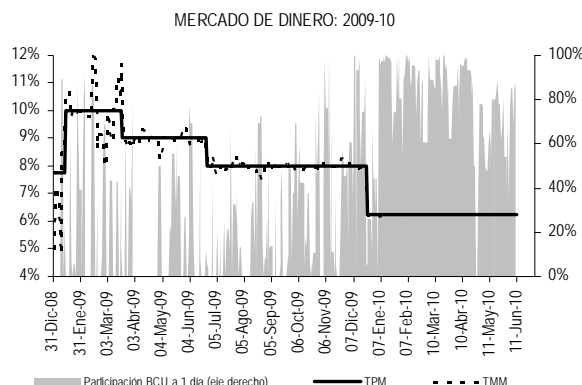
Con el objetivo de ubicar la tasa de interés de corto plazo en torno a la tasa de referencia pauta por la TPM, la gestión de la política monetaria administró los instrumentos de política disponibles para lograr condiciones de liquidez en el mercado de dinero consistentes con dicha tasa.

Dadas las condiciones imperantes, el logro del mencionado objetivo requirió una elevada participación del BCU en el mercado de dinero. Elevados niveles de participación que se corresponden con el aumento de la demanda por instrumentos líquidos y rentados que evidenciaron los bancos ante la reducción de los encajes obligatorios producida desde enero de 2010.⁴

La referida reducción habría generado niveles de encaje técnicos superiores a los encajes obligatorios que fueron constituidos en instrumentos líquidos, como la facilidad de depósito, los Certificados de Depósitos emitidos por el BCU y préstamos realizados a la autoridad monetaria en el mercado Call.

³ Hasta entonces el rango vigente es de 3% a 7%.

⁴ El Directorio del BCU el 16 de Septiembre de 2009 implementó un proceso de reducción de los requerimientos de Encajes, tanto en pesos como en moneda extranjera. A partir de enero de 2010 la tasa de encaje aplicable a los depósitos a menos de treinta días en moneda nacional se redujo de 20% a 12%.



Como consecuencia del aumento en la participación del BCU en el mercado de dinero que se observa desde comienzos del año, se ha reducido la volatilidad de la Tasa Media de Mercado (TMM⁵).

En lo que va del año, los principales factores que expandieron la liquidez de manera permanente fueron la reducción de los requerimientos de encaje y las importantes compras de divisas. Con el objetivo de moderar las variaciones del tipo de cambio el BCU intervino en el mercado de cambios comprando divisas por un monto cercano a U\$S 1.000 millones durante el primer semestre.⁶

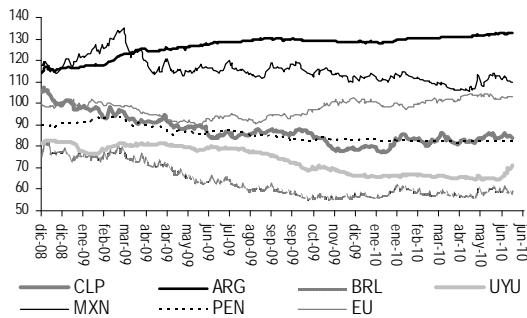
El 8 de junio de 2010 se produce un cambio de tendencia en la cotización del dólar estadounidense en el mercado uruguayo, ante el anuncio del Ministerio de Economía de que intervendrá directamente en el mercado de cambios buscando afectar su cotización preocupado por su efecto en la competitividad de las exportaciones uruguayas. Este anuncio impactó en las expectativas del mercado, generando a una semana del mismo una depreciación de la moneda acumulada de 6%, con compras de divisas equivalentes a solo USD 50 millones.

El mencionado comportamiento del dólar estadounidense en el mercado local, no tuvo correlato en el resto de los mercados latinoamericanos.

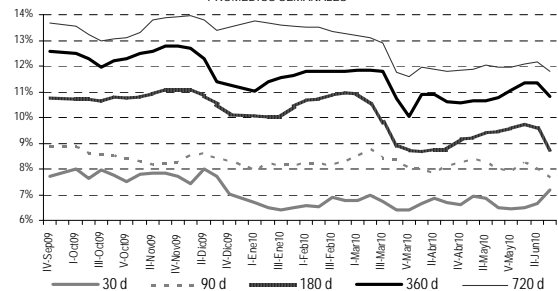
⁵ La Tasa Media de Mercado (TMM) incluye las tasas de las siguientes operaciones: Call interbancario, Call Giro, CDs a un día emitidos por el BCU, y REPOS y REPES a un día realizados por el propio BCU.

⁶ Al 6 de junio el BCU acumulaba compras de divisas por USD 918 millones.

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

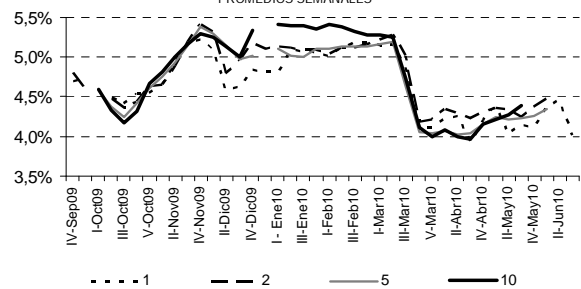


TASAS DE LRM EN PESOS NOMINALES
PROMEDIOS SEMANALES



En lo que va del segundo trimestre, el Gobierno Central, en el uso de sus disponibilidades, se constituyó en el principal factor contractivo de oferta monetaria, acumulando en abril y mayo \$ 8.447 millones. Por el contrario, se prevé que este factor en junio se constituya en expansivo dado el efecto estacional del gasto, referido al pago de aguinaldos, y las previsiones de mayores compras de divisas.

TASAS DE LRM Y NOTAS EN UI
PROMEDIOS SEMANALES

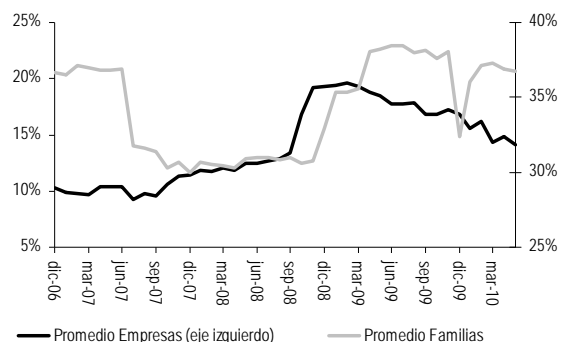


Además de la intervención que realizara el BCU en el mercado de corto plazo, el cierre entre oferta y demanda de liquidez en el segundo trimestre requirió el incremento del stock de títulos de mediano y largo plazo, por el equivalente en pesos a \$ 4.070 millones (considerando hasta mediados de junio), lo que incluye de Letras de Regulación Monetaria y Notas, que están nominadas en pesos y en Unidades Indexadas (UI).

Como ya fue mencionado en otros informes, 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 de los canales de transmisión vía demanda agregada.

Las tasas pagadas en las licitaciones de las LRM a plazos cortos se mantuvieron relativamente estables durante el segundo trimestre del año, en línea con el comportamiento de la TPM. En los plazos más largos, tanto en pesos nominales como en UI las tasas tendieron a incrementarse hasta la segunda semana de junio, acompañando los aumentos del "Riesgo País".

TASAS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL



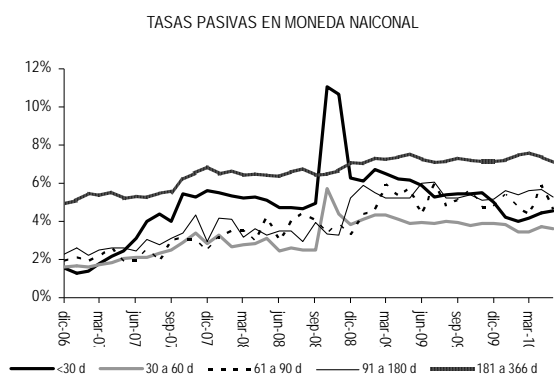
En las últimas semanas, las tasas de los títulos de mayor plazo han tendido a caer presumiblemente como contrapartida del reperfilamiento de la estrategia de endeudamiento del BCU según la cual la Autoridad Monetaria se retira del tramo largo de la curva de rendimientos. Dicho tramo ha de ser ocupado paulatinamente por el Gobierno Central generando los recursos necesarios para llevar a cabo la anunciada política de intervenciones en el mercado de cambios.⁷

En el segundo trimestre de 2010 las tasas activas no experimentaron cambios significativos (datos a mayo), reflejando la estabilidad que en ese período exhibieron las tasas de las LRM a menor plazo, que son las relevantes porque la mayoría de los préstamos bancarios son concedidos a plazos cortos (2 o 3 meses). Este comportamiento se observó sobre

⁷ A la fecha de cierre de este Informe el Gobierno Central volvió a emitir de títulos de deuda en Unidades Indexadas a 5, 10 y 15 años.

todo en las tasas cobradas en los préstamos a empresas, que por tratarse de un segmento más competitivo del mercado de crédito bancario, suelen moverse en el mismo sentido que las tasas de los títulos. En el segmento de los créditos a familias, que es menos competitivo, las tasas experimentaron una leve caída en el trimestre.

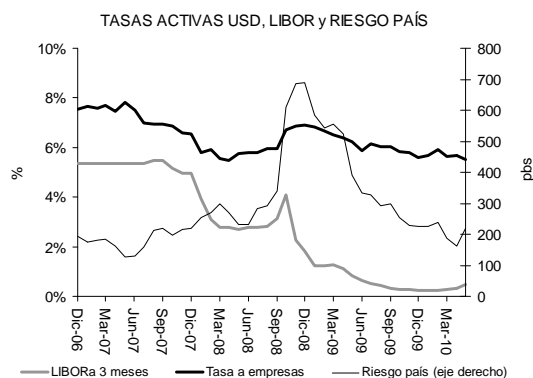
Es así cómo las tasas activas en moneda nacional cobradas a empresas bajaron hasta enero, por efecto de la reducción de encajes y la caída de las tasas de las LRM, y luego repuntaron en febrero, cuando las tasas de las LRM comenzaron a aumentar. En los préstamos a familias también hubo una caída de tasas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



En las tasas pasivas en pesos se observaron comportamientos disímiles según el plazo. Las tasas de los plazos más cortos (hasta 60 días) siguieron registrando aumentos hasta mayo, lo que podría estar asociado a la importante caída de los costos de fondeo de las instituciones bancarias. El proceso de reducción de los encajes iniciado a fines de 2009 ha permitido a las instituciones bancarias ir pagando tasas un poco más altas por los depósitos recibidos. Este comportamiento no ha sido tan claro en las colocaciones a plazos más largos, donde las tasas se han mantenido relativamente estables.⁸

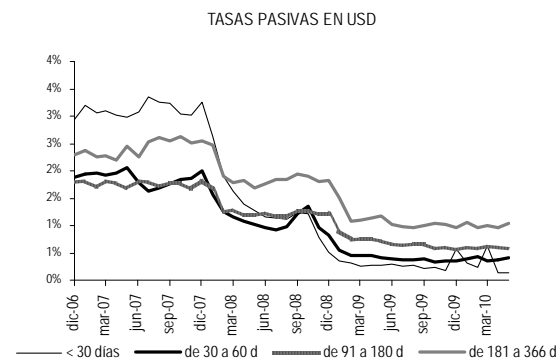
En economías con un alto grado de dolarización como es el caso de la economía uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, que es la moneda en la cual se pactan la enorme mayoría de las operaciones en moneda extranjera.

⁸ De cualquier forma debe recordarse que en los últimos meses los depósitos a más de 180 días representaron entre 13% y 14% del total de nuevos depósitos (flujos).



Las tasas activas en dólares registraron un leve descenso entre marzo y mayo, revirtiéndose el ligero repunte de los dos primeros meses del año. Estos movimientos, que en ambos sentidos fueron muy moderados, podrían estar reflejando los cambios registrados en las distintas mediciones de Riesgo País. La caída de los costos de fondeo derivados de la paulatina reducción de encajes no parece haberse trasladado aún a las tasas activas.

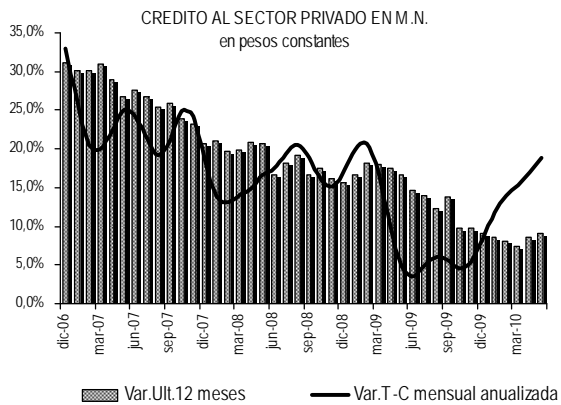
Tampoco en las tasas pasivas en dólares se constató un impacto de los cambios en el régimen de encajes, manteniéndose las mismas relativamente estables en torno a niveles cercanos a cero, en línea con el comportamiento de las tasas internacionales.



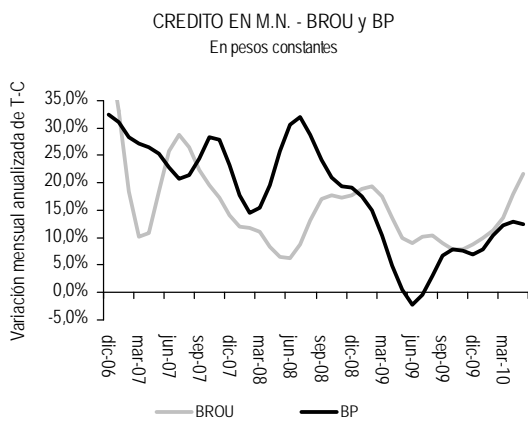
2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios⁹

Durante los primeros cinco meses del año, el crédito en moneda nacional se mantuvo en franca expansión. El componente tendencia-ciclo del stock de crédito en moneda nacional medido en pesos constantes creció a tasas crecientes, alcanzando una tasa anualizada cercana al 19% con datos a mayo.

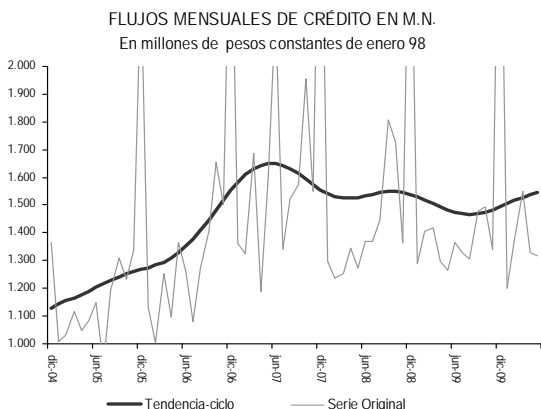
⁹ Los datos presentados en esta sección llegan hasta mayo.



Esta aceleración se explica básicamente por el BROU. La expansión del stock de crédito de BP, por su parte, tuvo un menor dinamismo, tendiendo a estabilizarse en torno al 12% (medido a partir de su componente tendencia-ciclo).

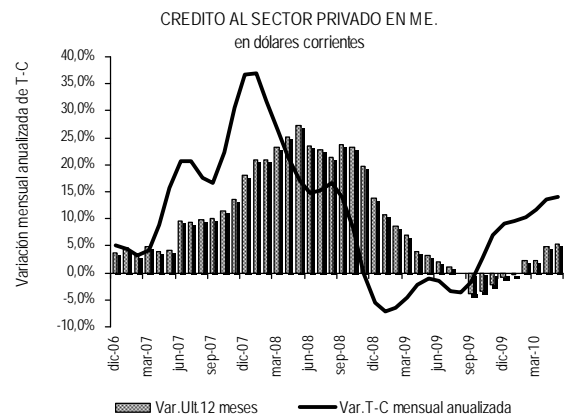


El comportamiento de los flujos de crédito en moneda nacional se orientó en igual dirección. El componente tendencia-ciclo de las serie de flujos de crédito en moneda nacional mantuvo su tendencia creciente como se observa en el gráfico siguiente.

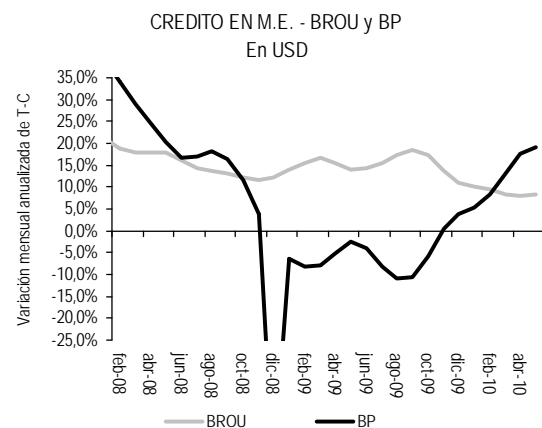


La expansión del crédito en moneda nacional habría sido impulsada por el sostenido crecimiento del nivel de actividad económica. Este estímulo proveniente de la demanda de crédito se habría visto viabilizado por la reducción de la tasa de encaje sobre los depósitos en moneda nacional que generó una mayor disponibilidad de fondos.

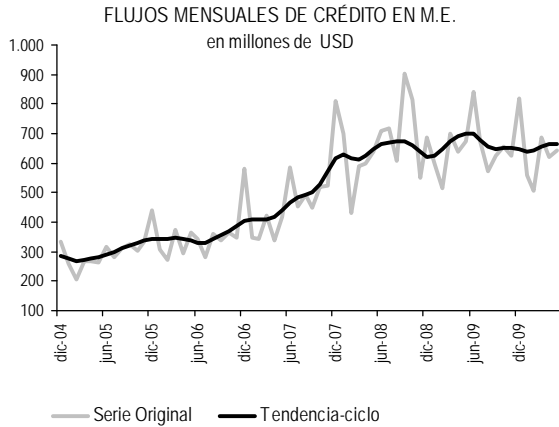
El stock de crédito en moneda extranjera también se expandió, aunque a un menor ritmo que el de moneda nacional. El componente tendencia-ciclo del stock de crédito en moneda extranjera aumentó a tasas crecientes medido en términos corrientes, alcanzando una tasa anualizada del 14% con datos a mayo. No obstante, dada la apreciación real de la moneda local durante los primeros cinco meses del año, esta evolución implica una reducción en términos de su poder de compra.



En el caso del crédito en moneda extranjera medido en términos corrientes, el mayor dinamismo se concentra en BP.

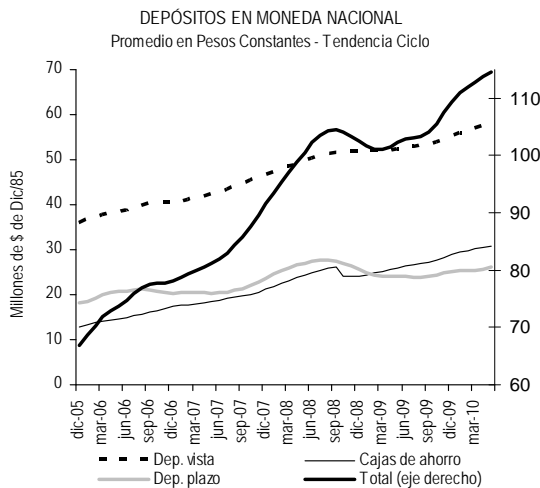


Los nuevos créditos concedidos también se incrementaron, aunque a menor ritmo que el stock de crédito en moneda extranjera. Los datos de flujos mensuales de crédito – medidos en términos de su componente de tendencia-ciclo- muestran un crecimiento que tiende a estabilizarse en lo que va del año.



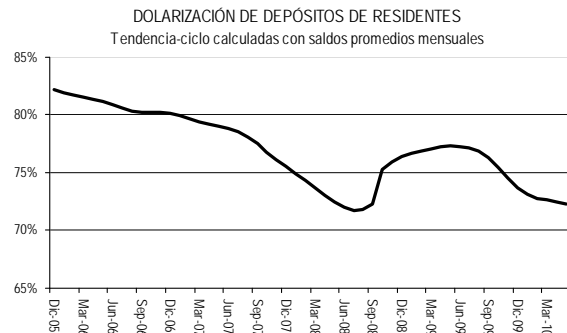
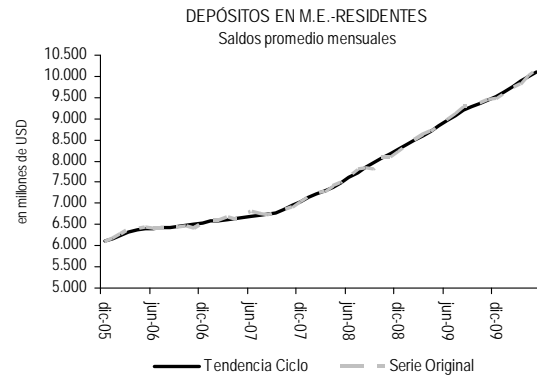
Por otra parte, los depósitos bancarios mantuvieron un importante dinamismo durante los primeros cinco meses de 2010, y este comportamiento alcanzó tanto a las colocaciones nominadas en moneda doméstica como a las nominadas en moneda extranjera.

En los depósitos en moneda doméstica, medidos en términos reales, hubo una leve pérdida de ritmo de las colocaciones transaccionales (vista y caja de ahorro), y un aumento acelerado en los plazos fijos. Estos últimos habían caído hasta poco después de mediados de 2009, y desde ese momento comenzaron a recuperarse.



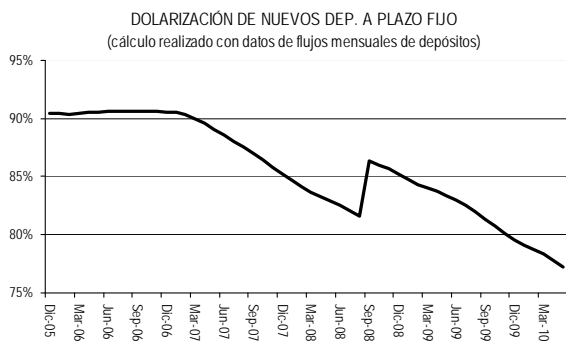
Los datos de flujos de depósitos a plazo fijo también muestran una aceleración en su ritmo de crecimiento durante los últimos meses. Si bien la mayor parte de estas nuevas colocaciones en moneda nacional se siguieron constituyendo en todos los plazos menores a dos meses, fueron los tramos de 30 a 60 días y de 180 días a un año los que tuvieron el mayor dinamismo.

Los depósitos en moneda extranjera también mantuvieron una sostenida tendencia creciente en el segundo trimestre del año. Sin embargo, se observó una continuidad en el proceso de desdolarización de los depósitos bancarios, que se había revertido transitoriamente durante la crisis financiera de fines de 2008. A mediados de 2010 el grado de dolarización de los depósitos se ubicó en niveles próximos al 72%.¹⁰

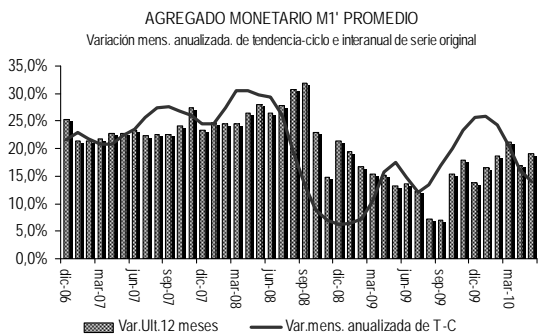


Al analizar las operaciones nuevas que se pactan en cada período se desprende que en el caso de los depósitos a plazo fijo el grado de dolarización aumentó bruscamente durante la crisis, para luego retomar a una senda decreciente. De cualquier forma, debe destacarse que todavía más de tres cuartas partes de los nuevos depósitos a plazo fijo se constituyen en dólares.

¹⁰ Medición en términos de tendencia-ciclo.

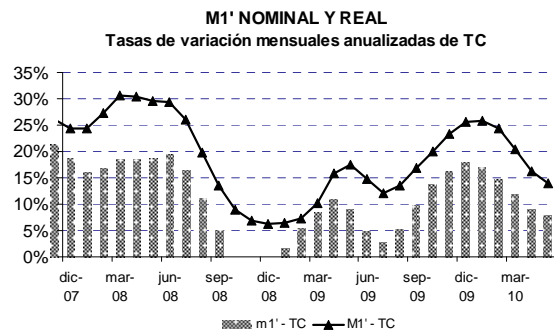


En los últimos meses los medios de pago vienen mostrando una desaceleración en su ritmo de crecimiento, lo que por el momento sólo se refleja en las tasas de variación del componente tendencia-ciclo, que por su naturaleza captan en primera instancia los cambios de tendencia. Esto se constató tanto en las mediciones realizadas con el agregado monetario M1 como en las efectuadas con el M1'.¹¹ En este último caso el crecimiento anualizado se ubicó en mayo en torno al 14%.

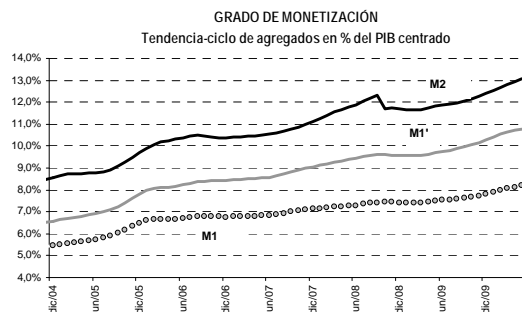


La evolución del agregado M1' nominal es consistente con una leve desaceleración de la demanda real de dinero (m1'), y un ritmo inflacionario relativamente constante. Dado que el nivel de actividad económica mantiene un importante crecimiento, el enlentecimiento del m1' podría estar indicando una pérdida de ritmo del proceso de remonetización.

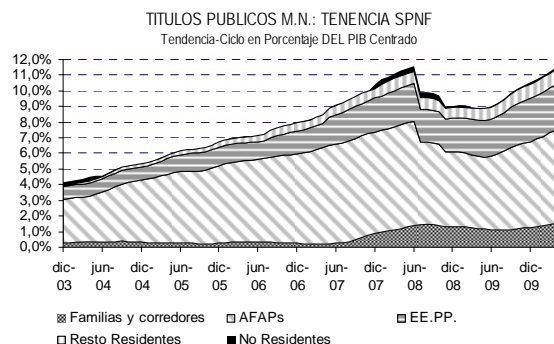
¹¹ El agregado M1 incluye el circulante en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional del público en los bancos. El M1' incluye estos mismos instrumentos y las cajas de ahorro.



Esto se confirma al analizar el ratio M1'/PIB, que en los primeros cinco meses de 2010 siguió aumentando, pero a tasas decrecientes.



El ratio M1/PIB tuvo un comportamiento similar. No obstante, cuando el grado de monetización se mide considerando un agregado monetario con un mayor componente de reserva de valor, como es el M2, se observa una aceleración de su crecimiento.¹² Este proceso también se constata al considerar la demanda por otros activos financieros nominados en moneda nacional, como los títulos públicos emitidos en pesos nominales y en UI.¹³



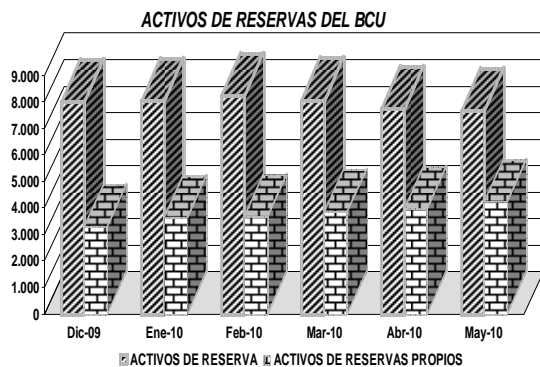
¹² El M2 incluye los mismos instrumentos que el M1' más los depósitos a plazo fijo.

¹³ Todos los ratios se calcularon computando los componentes tendencia-ciclo de los instrumentos como proporción del PIB anual centrado.

2.3 El balance monetario del banco central

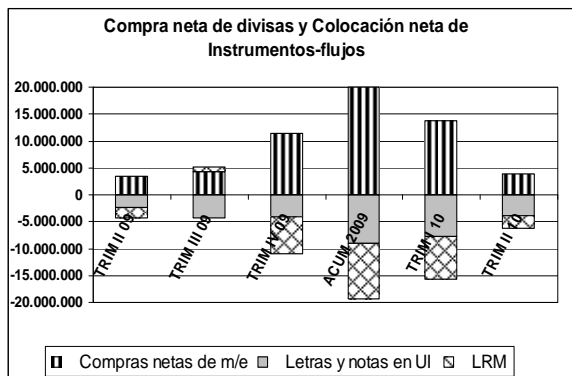
Al inicio del segundo trimestre del presente año se mantuvo la tendencia creciente que desde el 2009 mostraron los Activos de Reservas propios del BCU. Esta evolución resulta de las importantes compras de divisas que realizó la autoridad monetaria al sistema financiero a fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio.

Si bien los Activos de Reservas propios continuaron incrementándose, se produjo un quiebre en la tendencia creciente de los Activos de Reserva debido básicamente a la disminución de las obligaciones en moneda extranjera del BCU con el Gobierno para hacer al frente al vencimiento de títulos y por las disminuciones de las obligaciones con el sistema financiero debido al proceso de reducción de los requisitos de encajes que entró en vigencia a principio



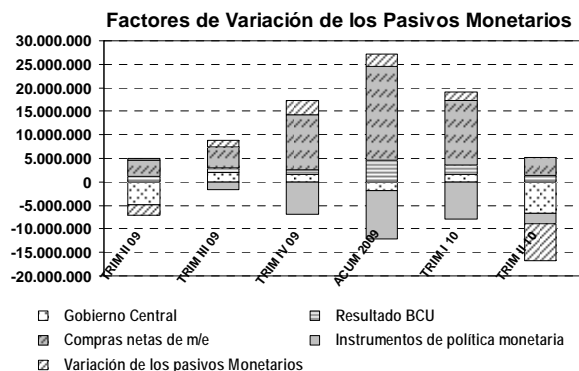
de enero de este año y que finaliza en junio.

El efecto expansivo de las mencionadas compras de divisas en el mercado, \$17.624 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 \$21.922 millones, la que se distribuyó entre pesos y UI.

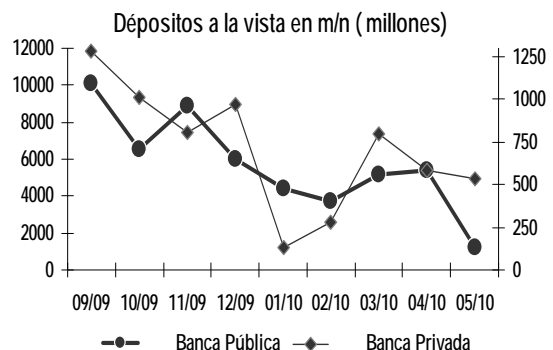


Las disímiles rentabilidades que tienen asociados los Activos de Reserva y los títulos emitidos por el Banco Central se han reflejado en el Resultado Financiero del BCU. De esta forma a la expansión generada por las compras se agregó el efecto expansivo del déficit en moneda nacional del BCU por \$3.331 millones.

En el segundo trimestre se mantuvo como factor contractivo 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.

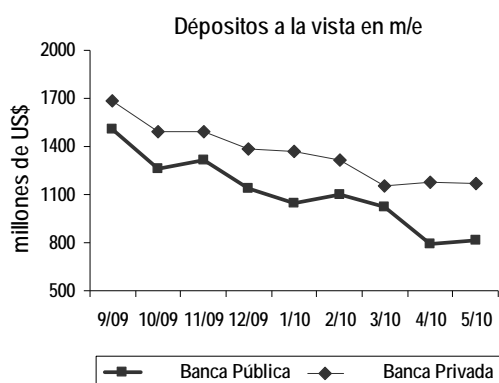


Por otra parte, se observó una reducción de los pasivos monetarios por \$ 6.072 millones en el segundo trimestre del año, lo que supera ampliamente la caída esperable por motivos puramente estacionales; siendo este comportamiento respuesta a la reducción de los requisitos de Encaje. Al mismo tiempo se 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.

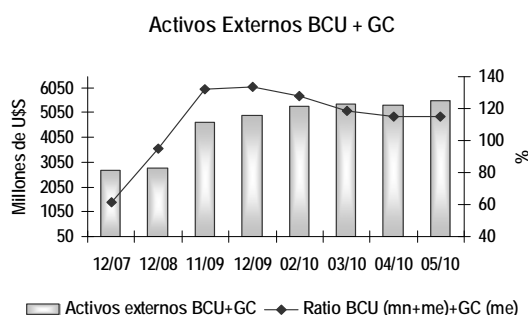


También en el caso de la moneda extranjera se observan los efectos de la decisión de reducir la obligación de encaje: una caída de los depósitos a la

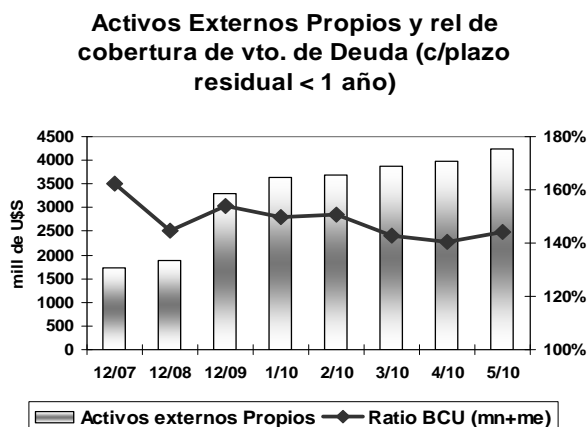
Vista a partir de fines de diciembre de 2009, que acumulan en lo que va del año 2010 una disminución de \$ 667 millones.



Esta caída así como la experimentada por las disponibilidades del Gobierno Central en moneda extranjera no fue compensada por las ya mencionadas compras de divisas. Como resultado a esa fecha el stock de activos externos del consolidado BCU + GC, que alcanza USD 5.548 millones, lo que equivale al 115% de la deuda (intereses y amortizaciones) del BCU en moneda nacional y moneda extranjera y del Gobierno Central en moneda extranjera.



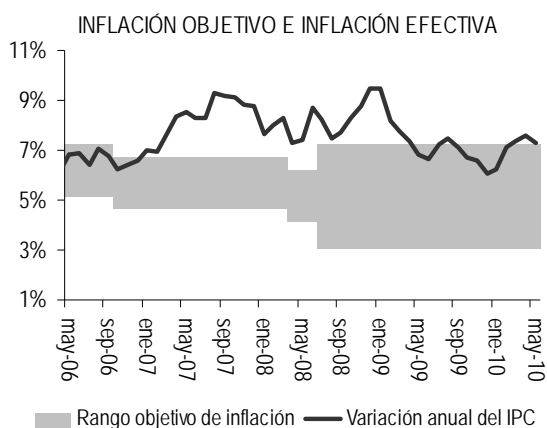
Por su parte, los Activos Externos propios alcanzaron al cierre de febrero los USD 4.230 millones; monto que supera en 44% el servicio de la deuda en moneda nacional y extranjera que el BCU debe cubrir en el horizonte de un año.



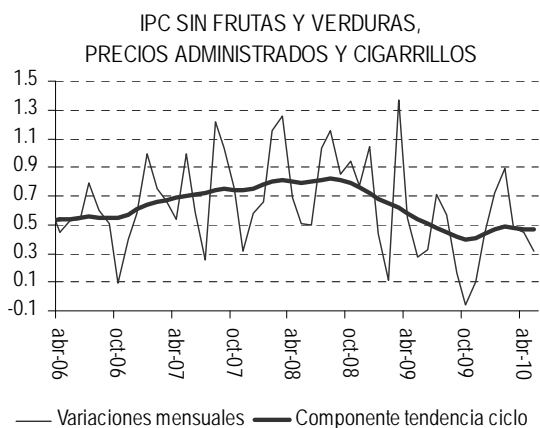
3. Evolución de los precios

3.1 Análisis de la inflación

La tasa de inflación se ubicó en 7.1% en el año culminado en mayo, situándose levemente por encima del rango-objetivo durante los últimos tres meses.

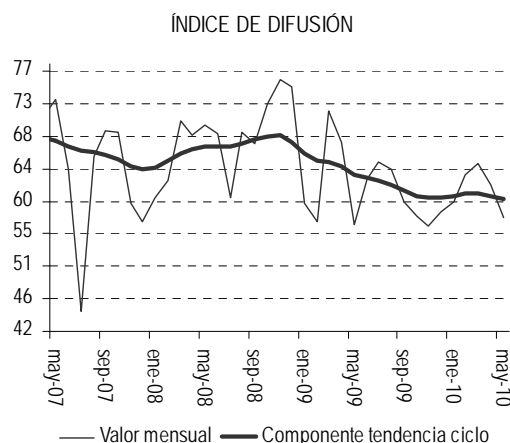


No obstante, al excluir los precios de frutas y verduras, bienes y servicios administrados¹⁴ y cigarrillos, el índice muestra una leve tendencia decreciente en igual periodo. Desde julio del pasado año, el componente de tendencia-ciclo de este indicador se ha mantenido por debajo del 6% en términos anualizados.

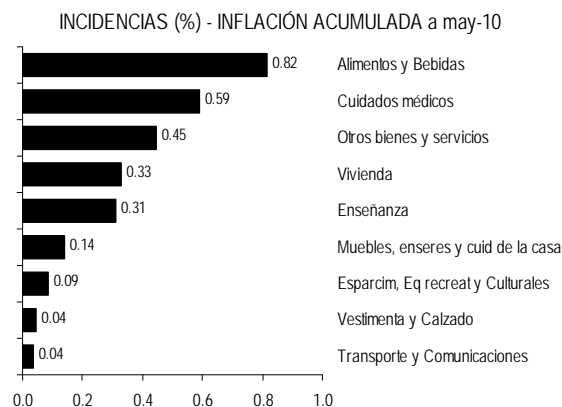


El índice de difusión se mantiene estable desde octubre de 2009 en niveles que resultan mínimos desde fines de 2005. Esto se deriva de que el porcentaje de precios del IPC que aumentan se sitúa en torno al 50%, mientras que la proporción de

precios que disminuyen muestra una tendencia creciente en el último año.



Durante los primeros cinco meses del año, el IPC se incrementó 2.80%, por encima del 1.66% acumulado en igual periodo de 2009. A diferencia del año pasado, cuando la mayor incidencia provino de los rubros "Vivienda" y "Enseñanza", los que más contribuyeron en la variación del IPC entre enero y mayo de 2010 fueron "Alimentos y Bebidas", seguido por "Cuidados médicos". Con respecto al primero, se destaca el aumento de la carne y también de los lácteos, mientras que el incremento de "Cuidados Médicos", se explicó principalmente por el aumento de la cuota mutual.



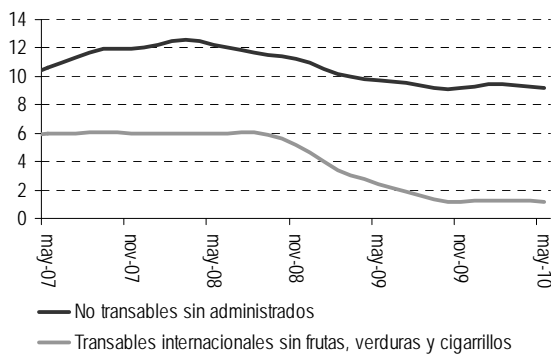
Considerando un modelo de dos bienes, los precios de los no transables han sido los que más contribuyeron en el aumento del IPC en lo que va del año. Excluyendo a los precios administrados, el componente de tendencia-ciclo se sitúa en valores superiores al 9% anualizado. Por su parte, la inflación de los transables internacionales -excluyendo el precio de frutas, verduras y cigarrillos- también mantiene una tendencia estable aunque situándose en niveles inferiores al 2% anualizado.

¹⁴ Los precios administrados incluyen tarifas públicas, precios regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo y los fijados por decreto para los servicios médicos mutuales y colectivos

En relación a los bienes no transables, se destacan los incrementos de los rubros "Alquiler de vivienda principal" y "Cuota mutual". En particular, el precio del alquiler ha sido uno de los componentes más persistentes en la evolución del IPC desde 2005. Su trayectoria acompañó la evolución del Índice de Salario Real, registrando un incremento de 27% en términos reales entre enero de 2005 y marzo de 2010. Sin embargo, el aumento observado en los contratos nuevos supera el 50% en igual período.

La evolución que presenten los precios de los bienes no transables durante los próximos meses dependerá en gran medida de las pautas que se fijen en los Consejos de Salarios.

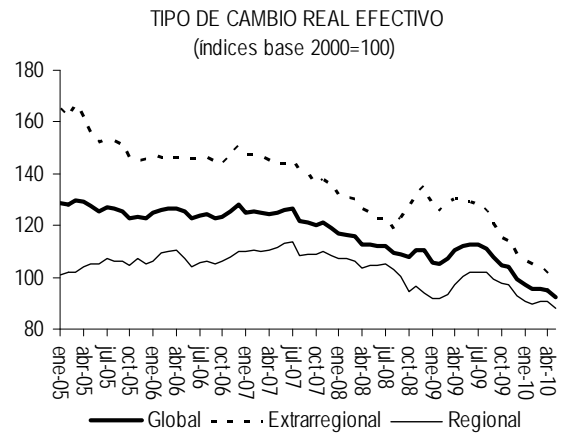
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
Componente tendencia-ciclo anualizado



Con respecto a los bienes transables, el rubro con mayor aumento en el periodo lo constituyeron los cigarrillos (reflejando los cambios tributarios introducidos en los últimos meses). Como se mencionó, también el rubro "Carne vacuna y ovina" se destaca entre los que más contribuyeron al incremento de este tipo de precios. Cabe mencionar que las perspectivas de un tipo de cambio más elevado al registrado hasta mayo, junto con precios de *commodities* que se vislumbran estables, pueden resultar en un repunte de los bienes transables en los próximos meses.

3.2 Precios relativos

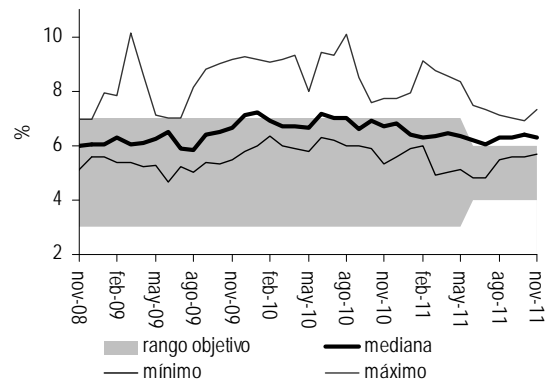
Durante los primeros cinco meses del año, el indicador de tipo de cambio real efectivo (TCRE) se redujo en 7.1%. Este comportamiento estuvo asociado a una reducción tanto frente a la extrarregión (10.1%) como frente a la región (4.8%). En el caso del TCRE frente a Brasil, la caída fue de 5.5%.



3.3 Expectativas de mercado

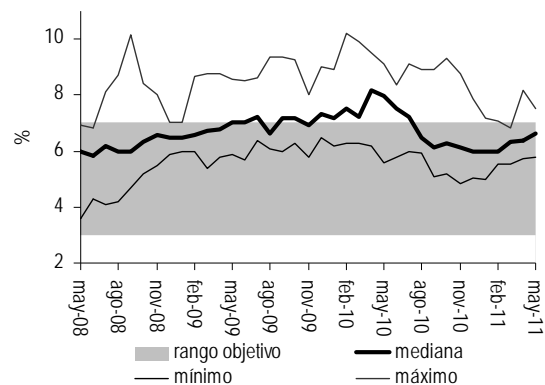
La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (noviembre de 2011) se situó en 6,28% en el mes de junio. Este dato se sitúa levemente por encima del límite superior del rango meta de 4% a 6%, que comenzará a ser efectivo a partir de junio de 2011.

INFLACION ESPERADA EN 18 MESES



En el horizonte anual, la mediana de las expectativas se mantiene dentro del rango meta vigente (3% a 7%), situándose en junio en 6.6%.

INFLACION ESPERADA EN 12 MESES



4. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias. La tasa de inflación a doce meses, que en abril alcanzó su máximo registro en lo que va del año (7,35%), experimentó un quiebre de tendencia posteriormente, ubicándose en junio en 6,2%, es decir, dentro del rango objetivo vigente.

No obstante esta mayor moderación, las expectativas inflacionarias para los horizontes relevantes para la política han continuado mostrando una suave tendencia creciente.

Estos comportamientos de los precios y de las expectativas inflacionarias constituyen elementos de preocupación para la política monetaria.

4.2 Escenario Internacional y su impacto interno.

En el segundo trimestre del año el escenario internacional continuó mostrando señales de recuperación, aunque la situación planteada en algunos países europeos, en la medida que implica mayores riesgos para la economía global, imprime una nota de cautela en las previsiones de crecimiento futuro. De hecho la crisis fiscal y de deuda que se viene desarrollando en estos países y que desestabilizó a los mercados financieros internacionales genera incertidumbre respecto al desarrollo futuro de la Unión Europea, y revela que la fragilidad de los sistemas financieros continúa estando presente.

Por su parte, los precios de los *commodities* exportados por Uruguay, que han crecido en forma moderada en el primer semestre, mostrarían tendencias positivas para el mediano plazo. También en el caso del petróleo, cuyo precio se redujo en el segundo trimestre, se prevén aumentos para lo que resta del año. Estos comportamientos de los precios durante buena parte del primer semestre fueron parcialmente neutralizados por la debilidad relativa del dólar, que se observó en los mercados internacionales y en el doméstico. Sin embargo, en un escenario macro en el cual se verifique un tipo de cambio más elevado, incluso de mantenerse estables los precios de *commodities*, se podrían generar mayores presiones inflacionarias originadas en los transables en los próximos meses.

4.3 Escenario interno. La economía uruguaya completó un año de vigoroso crecimiento luego de la

crisis internacional, exhibiendo en el primer trimestre de 2010 un crecimiento interanual de 8,9%. Este crecimiento refleja la expansión registrada en casi todos los sectores de actividad, y ha tenido como principal motor, al igual que en el año 2009, la demanda interna. Pero en el caso del primer trimestre de 2010 el gasto del sector privado, tanto en consumo como en inversión, es el que ha mostrado mayor dinamismo. Es de esperar que este comportamiento permanezca en el futuro en la medida que se percibe, tanto a nivel de consumidores como de empresarios, una visión optimista para el mediano y largo plazo.

Las exportaciones de bienes y servicios también han crecido en el período, impulsadas básicamente por las mayores ventas de *commodities* agrícolas y teniendo como principales destinos además de a la región, a China y Rusia. Consistente con este desempeño de la economía la tasa de desempleo continúa ubicada en niveles históricamente bajos y el ingreso de los hogares ha continuado creciendo en términos reales.

Este dinamismo mostrado por la demanda externa, así como los altos niveles que alcanzan los indicadores de rentabilidad de la industria exportadora, estaría indicando que en la economía uruguaya no se evidencian problemas sustanciales en materia de competitividad. En este último sentido debe recordarse que el BCU privilegió una gestión que posibilitó 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 tal objetivo permitió que el peso uruguayo acompañara las tendencias internacionales, interviniendo solamente para evitar movimientos bruscos e innecesarios, los que resultarían perjudiciales en una economía que todavía exhibe una alta dolarización. Este comportamiento suave experimentó un quiebre a comienzos de junio cuando el Gobierno, retomó paulatinamente su presencia en el mercado cambiario, lo que, combinado con los anuncios realizados por el MEF, habría incidido en las expectativas de los agentes y determinado una rápida depreciación de la moneda, la que no tuvo su correlato con el comportamiento de las monedas de la región.

Por otra parte, el Banco Central continuó esterilizando el exceso de liquidez que se fue generando en la economía lo que determinó que el stock de Letras de Regulación Monetaria y Notas continuara incrementándose. No obstante este aumento, el nivel que alcanzan los activos de reserva propios del Banco Central constituyen una sólida cobertura. Sin embargo, dado el desfavorable diferencial entre los rendimientos de los activos que posee y los pasivos

que emite, se ha continuado deteriorando el resultado del BCU.

De todas formas siempre que continúen los esfuerzos del Gobierno por recomponer su resultado primario y por implementar una política de endeudamiento que le permitan tener protagonismo en el mercado de cambios, el BCU estará más aliviado al no tener que adquirir divisas que luego debe esterilizar.

Por otra parte, al complementarse estas medidas con el compromiso de orientar las negociaciones hacia la búsqueda de acuerdos en los cuales los aumentos salariales estén asociados con las realidades que enfrenta cada uno de los sectores de actividad, particularmente en lo que refiere a aumentos de productividad, se estaría contribuyendo a que la inflación se mantenga controlada.

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 diciembre de 2011 el rango-meta a 4%-6%. Al mismo tiempo en el ámbito del CCM se ratificaron las estrategias coordinadas de gestión de deuda pública y de participación en el mercado cambiario, consistentes con los equilibrios macroeconómicos básicos, a fin de asegurar el crecimiento armónico de la actividad económica.

El Comité de Política Monetaria (COPOM) evaluó que la situación macroeconómica presentará previsiblemente mayores amenazas inflacionarias vinculadas al renovado vigor de la actividad económica interna y de los precios internacionales de los *commodities*, así como el inicio de las negociaciones en los Consejos de Salarios, en particular en un contexto de mayor depreciación de la moneda.

En este marco el COPOM entendió que el mantenimiento de la TPM en el nivel actual (6,25%) es consistente con una curva de rendimientos en la economía doméstica que se ubica en niveles prudentemente positivos en términos reales. Esta medida apoyada por las políticas fiscales y de ingresos que está impulsando el Poder Ejecutivo ayudará a que la trayectoria de los precios se mantenga dentro del rango objetivo y los desvíos observados en las expectativas se corrijan 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. En la medida que se mantienen incambiadas las características básicas que condicionan el funcionamiento del mercado de dinero en el corto plazo, se espera que se continúe observando una coincidencia prácticamente total entre la Tasa Media de Mercado (TMM) y la TPM, conjuntamente con una presencia importante del BCU ofreciendo instrumentos líquidos, los que son demandados por los agentes para cumplir con sus requerimientos técnicos de encaje.

En este marco, se seguirá utilizando la emisión de Letras de Regulación Monetaria e instrumentos de corto plazo. 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 títulos para esterilizar las compras de divisas. En ese sentido se requerirá una coordinación estrecha entre la gestión de deuda del MEF y la gestión de liquidez de la política monetaria del BCU.