



# Informe de Política Monetaria

## Setiembre 2009



## 1. El contexto macroeconómico de la política monetaria

### 1.1 La situación internacional y regional

En el transcurso del año la economía mundial continuó afectada por las consecuencias de la crisis financiera internacional. Para el segundo trimestre del año se estima una disminución en la contracción del nivel de actividad económica, la que habría registrado una caída de 2%<sup>1</sup>. Por su lado, algunos indicadores de confianza comenzaron a reestablecerse como consecuencia de las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han implementando. Sin embargo, en los países desarrollados las señales son aún difusas. En este sentido, se observa una disociación cada vez mayor entre los indicadores de confianza y los índices que ellos anticipan; el mercado de trabajo global continúa débil y el mercado financiero se mantiene frágil, aunque con un riesgo sistémico menor.

Los países asiáticos, más alejados del epicentro de la crisis, encabezaron la recuperación con un crecimiento previsto de 3.9% en el 2009 y 6.4% en el 2010, de acuerdo al *Asian Development Bank*. Sin embargo, la recuperación puede verse obstaculizada si se prolonga la recesión mundial o si se retiran los estímulos monetarios y fiscales demasiado pronto.

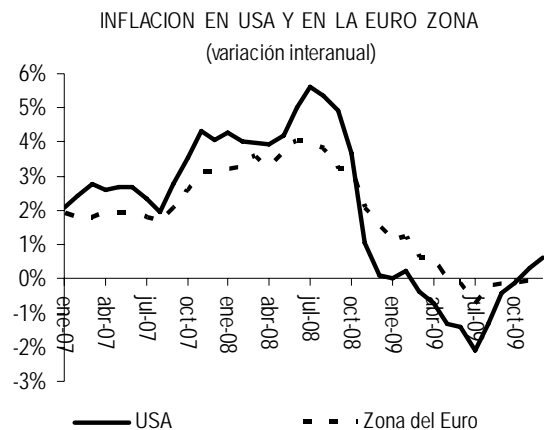
Por su parte, América Latina registraría por primera vez desde el 2002 una caída en el nivel de actividad del orden de 2%, luego de acumular tasas de crecimiento durante cinco años por encima de 4%. Las proyecciones para el año 2010 prevén un retorno del crecimiento en el entorno de 2.7%.

El volumen de comercio mundial continuó deteriorándose en forma mucho más pronunciada que el producto. En julio, las estimaciones del Fondo Monetario Internacional proyectaban una caída del comercio de 12.2%. En setiembre, la oficina de política económica holandesa estimó que en este año el comercio disminuirá 15.8%<sup>2</sup> con respecto al 2008. De confirmarse este escenario se verificaría la

mayor retracción en el comercio mundial desde la segunda guerra mundial.

El consenso generalizado a nivel mundial es que la flexibilización monetaria, los estímulos fiscales y la magnitud del apoyo al sistema financiero evitaron una profundización de la recesión. Los debates de política se desplazaron a discutir la forma que adoptará la recuperación.

Sin embargo, un aspecto crucial para la política económica futura es cómo y en qué secuencia temporal se implementarán las estrategias de salida de la masiva flexibilización monetaria y fiscal utilizadas para amortiguar la caída. La senda de los déficits fiscales en que se está incurriendo en los países desarrollados comienza a presionar sobre los ejercicios de sostenibilidad. De no revertirse, la combinación de estos déficits con la flexibilización monetaria podría conducir a un escenario inflacionario, junto con burbujas peligrosas en el precio de los activos.



Fuente: BLE, BCE y proyecciones propias.

Hasta el momento, en el marco de la recesión que implica la existencia de una gran capacidad ociosa, las presiones inflacionarias a nivel global continuaron bajas. En los países desarrollados las expansiones monetarias y fiscales evitaron la deflación. En las economías emergentes, en Europa del Este y en América Latina, las proyecciones estiman un descenso de la inflación, aún cuando se incorpora el

<sup>1</sup> Fuente: FocusEconomics

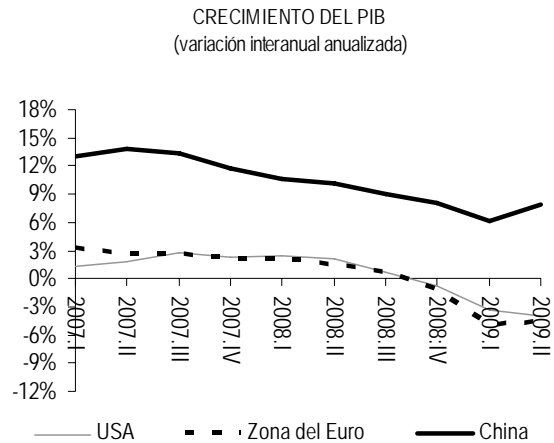
<sup>2</sup> El Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis provee estimaciones mensuales del comercio mundial.

incremento del precio del petróleo y de las materias primas.

En USA el nivel de actividad cayó 1% (tasa anualizada y desestacionalizada) en el segundo trimestre del 2009, lo que evidencia una desaceleración de la caída (en el primer trimestre el descenso fue de 6.4%). Como consecuencia de la política fiscal expansiva el gasto del gobierno se incrementó 6.4% con respecto al trimestre anterior y constituye el único factor que contribuye positivamente al menor deterioro del producto. La modesta recuperación que el consumo privado esbozaba en el trimestre pasado no fue confirmada en el segundo trimestre, al caer 1% y contribuir al deterioro del nivel de actividad en 0.7%. El nivel de endeudamiento de las familias, el mercado de trabajo deprimido y la pérdida de riqueza como consecuencia del descenso del valor de los activos, condicionó el nivel de consumo de las familias. Por otra parte, las restricciones crediticias y la insuficiencia de demanda a pesar de las políticas expansivas desalentaron a la inversión privada que continuó descendiendo. En este trimestre, la inversión cayó 24.4% con respecto al trimestre anterior (en el que ya se había deteriorado en 50.5%). El ajuste externo continuó con una menor caída de las exportaciones (7%) que de las importaciones (15.1%), con lo cual el déficit comercial se redujo a 2.4% del PIB. Las proyecciones de caída para el 2009 se mantienen en el entorno de 2.8% tal como lo preveía el Banco Mundial en el trimestre pasado, en tanto que para el año 2010 la estimación de consenso es de una modesta recuperación de 1.5%.

En la zona Euro, las primeras estimaciones del producto indicarían que solo caería en 0.1% desestacionalizado en el segundo trimestre del 2009 en relación al trimestre previo. Esta información podría ser interpretada como un indicio de que la economía europea está cerca del punto de inflexión, a partir del cual comenzaría la recuperación. Las exportaciones netas son el principal factor que contribuye positivamente a este resultado, al descender más las importaciones (2.8%) que las exportaciones (1.1%). Las proyecciones de crecimiento para el corriente año del Banco Central Europeo, fueron revisadas al alza, y señalan que el nivel de actividad de la zona caerá entre 4.4% y

3.8%, en tanto que para el año 2010 se ubicaría en un rango de -0.5% y 0.9%.



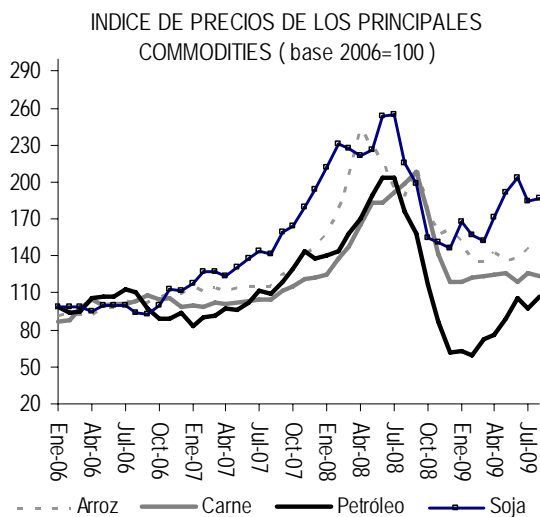
Fuente: BLE, BCE, Statistics of China

En el segundo trimestre del año, China aceleró su tasa de crecimiento a 7.9% de incremento interanual en variación anualizada. El motor del crecimiento continua siendo la inversión que creció 35.3% en términos interanuales, apoyada por la expansión del crédito bancario. Asimismo, el gasto del gobierno contribuyó a este resultado, más que compensando la debilidad que registran las exportaciones. Algunos analistas sugieren que la expansión del crédito y de la inversión podrían generar exceso de liquidez y de capacidad. El crecimiento de mediano plazo de China involucra el incremento tanto del consumo privado como de la demanda externa. Se estima que China cerrará el año con un crecimiento en el entorno de 8.5%. En el 2010 las proyecciones de crecimiento se ubican en 9.8%.

Los precios de los *commodities* relevantes para Uruguay se recuperaron en los últimos meses. Esto se observa con claridad si se comparan con los anteriores a 2008, por entender que estaban sobrevalorados en el marco de la burbuja financiera prevaleciente. En efecto, el precio promedio del arroz se incrementó 24.2%, el de la carne 20.8% y el de la soja e 34.4% entre enero y agosto del 2009, con respecto al mismo período del año 2007. Por su parte el precio del petróleo que continuó recuperándose y que alcanzó en agosto el valor de USD 71 para el barril West-Texas, disminuyó 14%

en promedio entre enero y agosto del 2009 con respecto al promedio de los ocho primeros meses del 2007. De esta forma, Uruguay obtuvo una ganancia de términos de intercambio en bienes de 9% entre el primer semestre del 2009 y el primer semestre del 2007.

A pesar de la crisis, la demanda de alimentos se mantiene en alza, en especial la de cereales y oleaginosos. En la recuperación de los precios también contribuyeron factores coyunturales, como las malas condiciones climáticas que prevalecieron en las principales regiones productoras, a lo que se agregó el rol desempeñado por los fondos de inversión. En efecto, en el transcurso de este año se observó un repunte del flujo de los fondos de inversión en el mercado de derivados financieros hacia los *commodities*, así como también una mayor demanda de tierras cultivables en diversas regiones del planeta por parte de los países importadores de materias primas, que consideran esto como una parte integral de su estrategia de seguridad para su suministro en el largo plazo (por ej. China, países del Golfo Pérsico, Corea).



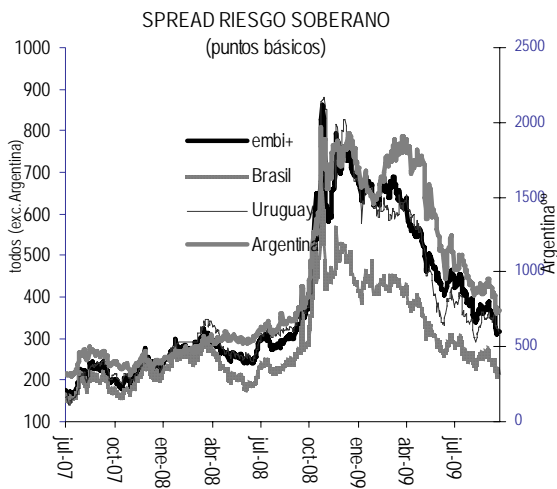
Fuente: Bloomberg e INAC.

Con respecto al petróleo, el alza de precios se explica por una combinación de factores: la demanda de los países emergentes como China (que es el segundo consumidor mundial), las restricciones de oferta por los sucesivos recortes decididos por la OPEP, además de los problemas políticos en Nigeria

(que es el octavo productor mundial), la depreciación del dólar y el retorno de los fondos de inversión.

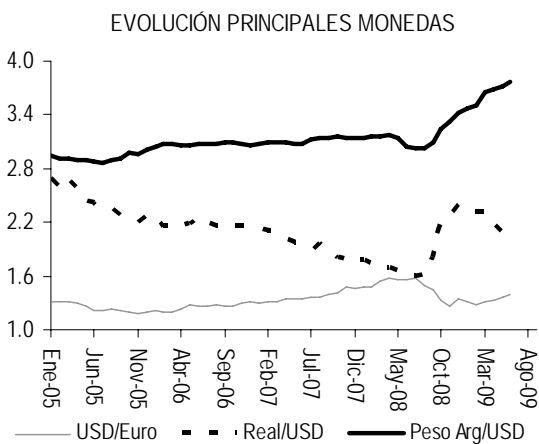
En el transcurso del año las condiciones financieras comenzaron a estabilizarse. La menor volatilidad de los mercados se tradujo en un mayor apetito por el riesgo, con aumentos importantes en las bolsas, caídas en los premios por riesgo y la depreciación del dólar. Las medidas de reestructuración bancaria-financiera que se adoptaron y la voluntad política de evitar turbulencias despejó del escenario futuro la posibilidad de observar la volatilidad alcanzada en octubre del 2008. Sin embargo, aún quedan pendientes desafíos en materia regulatoria y la remoción de los activos desvalorizados del balance de los bancos.

Acorde con lo anterior, los *spreads* que se habían incrementado sustancialmente en octubre del 2008 comenzaron a descender. No obstante lo cual, aún se mantuvieron, entre julio y agosto, en niveles sustancialmente más altos que en los dos años previos. La situación de Brasil y de Uruguay es mejor que la del resto de los países emergentes. En el caso de Brasil, el *spread* se encontraba 33% por debajo del *spread* conjunto de los países emergentes, mientras que el de Uruguay lo hacía 11% en el promedio de julio y agosto del 2009. Argentina, que aún no normalizó su situación con los mercados financieros internacionales, presentaba un *spread* 145% superior al del grupo de países emergentes. La tendencia descendente de los *spreads* se ha mantenido firme en setiembre.



Fuente: Bloomberg.

Como se mencionó, el mayor apetito por riesgo explicó también la depreciación del dólar respecto de las monedas de los principales países emergentes. El Euro, en un marco de menor volatilidad, también se apreció aunque levemente, en respuesta a su mejor desempeño en materia fiscal en relación a los EEUU.



Fuente: Bloomberg.

En la región, la economía argentina pareció consolidar un proceso de recuperación económica durante el segundo trimestre 2009. El PIB en términos desestacionalizados se incrementó 0.3% durante ese período, en relación con el trimestre anterior, de acuerdo a datos publicados por el INDEC. Sin embargo, en términos interanuales el

PIB mostró una caída de 0.8% en relación a igual período de 2008, en lo que fue la primera caída que se registró desde el año 2002.

Los estimadores mensuales de actividad registraron alzas en su evolución mensual desestacionalizada. En este contexto, la actividad de la industria manufacturera registró un aumento en el segundo trimestre del año respecto del primero de 1.5%, aunque la variación interanual cayó 9.4%. Los sectores más perjudicados continuaron siendo la industria siderúrgica y la de Maquinaria y Equipo. La producción industrial realizó el ajuste de stocks en el último trimestre del 2008 y el primero de 2009, por lo que si bien en un nivel muy inferior al de antes de la crisis, encontró un piso. En materia de perspectivas sectoriales, la producción automotriz -principal demandante de exportaciones uruguayas desde Argentina- continúa en franca mejoría, la que se explica por el incremento de demanda brasileña.

En general, las proyecciones realizadas por consultoras locales e internacionales acerca de la variación del PIB para el 2009 oscilan entre una caída del 3% y 5%. En cuanto a la inflación, la recesión no desarticuló el problema. Si bien el incremento de los precios se desaceleró, todavía mantiene una dinámica elevada lo que ubica a dicho país en una posición delicada en el contexto internacional.

En cuanto al comercio exterior, Argentina disminuyó su participación en las exportaciones uruguayas y pasó de constituir 8% de las mismas durante el primer semestre del 2008 a 6% en el primer semestre de 2009. El superávit de la Balanza Comercial aumentó en el período enero-julio de 2009 con respecto a igual período del año anterior lo que se explica por un mayor descenso en las importaciones que en las exportaciones. Esto se debe al efecto de las medidas proteccionistas del gobierno y de los bajos niveles de inversión privada.

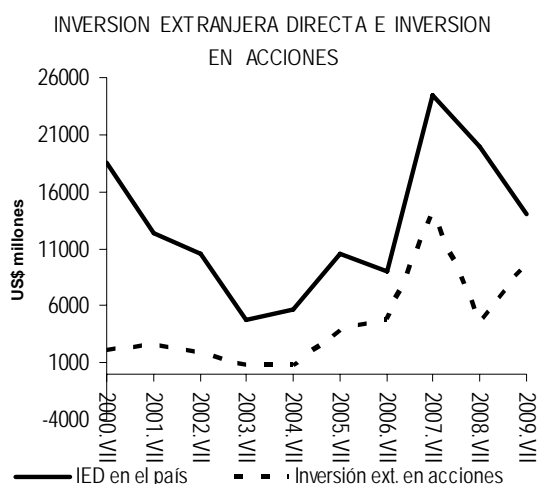
El ritmo de salida de capitales se desaceleró y en agosto alcanzó la máxima reducción del año. Los especialistas señalan que este enlentecimiento se debió a la intención del gobierno de normalizar las relaciones con los organismos multilaterales de

crédito, además de la estabilización del tipo de cambio nominal y la recuperación de las reservas del banco central.

En el segundo trimestre, Brasil salió de la recesión al crecer 1.9% desestacionalizado con respecto al trimestre anterior. Del lado de la demanda interna, el aumento del consumo privado de 2.1% fue el impulsor del crecimiento. La inversión permaneció estable, en tanto que el consumo del gobierno disminuyó e 0.1%. Del lado de la oferta se destaca el incremento en el nivel de actividad industrial en 2.1% y de los servicios en 1.2%. Por último, el sector externo mostró un alto dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios que subieron 14.1%, en tanto que las importaciones lo hicieron 1.5 % con respecto al trimestre anterior.

Las proyecciones de crecimiento para este año estiman que el nivel de actividad caerá 0.3%, en tanto que se espera que en el año 2010 la recuperación se ubique en el entorno de 4%.

Brasil continuó siendo el principal destino de exportación de los productos uruguayos, con una participación de 19% en el total de las exportaciones. La expansión del consumo privado y de la industria brasilera impactaron favorablemente en la demanda de algunos rubros uruguayos, como es el caso de los alimentos, del plástico y de los lácteos, que aumentaron sus ventas en volumen al Brasil.



Fuente: BCB

Si bien Brasil continuó recibiendo inversión extranjera directa, entre enero y julio de este año cayó 30% con respecto al mismo período del 2008. En el segundo trimestre se afirmó el ingreso de inversión financiera, motivada por la búsqueda de cierto riesgo controlado y la obtención de ganancias por el manejo de portafolio de distintas monedas. En particular, la inversión extranjera en acciones más que se duplicó entre enero y julio del 2009 con respecto a los primeros siete meses del 2008. La mejora en los indicadores de la actividad económica, de las expectativas y de la bolsa de valores, condujeron a que el BCB revisara sus proyecciones de inversión financiera (en acciones y títulos de renta fija). Se estima que alcanzará los USD 22.000 millones, muy superior a la que se efectuó en junio de USD 3.000 millones. En el 2010 las estimaciones disminuyen a USD 15.000 millones. En consecuencia, el real continuó apreciándose, a pesar de las intervenciones compradoras que el BCB ha realizando desde mayo, por lo cual se revisó a la baja su cotización y se estima que a fin de año se encontrará en 1.85 reales por dólar.

En julio, la inflación acumulada en doce meses descendió y se ubicó en 4.5%, que es el centro del rango de la meta establecida por el BCB, por lo que se prevé que la inflación se sitúe por debajo de este nivel a fines del 2009. En consecuencia el BCB, en su reunión de setiembre, decidió mantener la tasa Selic en 8.75%. La tasa Selic fue reducida paulatinamente desde diciembre del 2008 cuando se ubicaba en 13.75%. Su actual nivel es compatible con la meta de inflación en un escenario benigno y con la recuperación no inflacionaria del nivel de actividad. La opinión predominante en el mercado financiero es que la tasa Selic llegó a su piso, por lo que no habrá más recortes durante el 2009. Se estima que volverá a subir a comienzos del 2010.

La evolución del real en relación al peso y de las respectivas inflaciones de Brasil y Uruguay, condujeron a que el tipo de cambio real bilateral se depreciara 18.3% entre enero y julio, lo que contribuye a explicar el incremento del volumen exportado a Brasil.

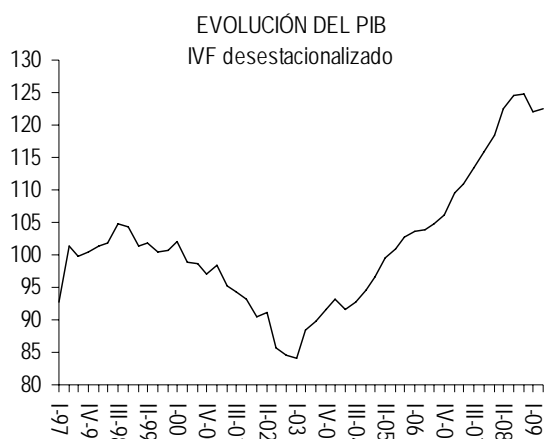
El superávit primario del sector público acumulado en el año finalizado en julio alcanzó 2.25% del PIB, lo

que representa una caída con respecto a igual período del año 2008. El descenso de la recaudación recoge tanto el efecto del menor nivel de actividad como el de las medidas de exoneración tributarias adoptadas para enfrentar a la crisis internacional. La meta del gobierno en materia fiscal, que fue revisada a la baja en abril cuando era de 3.8% del PIB, consiste en obtener un superávit primario del 2.5% del PIB, con una flexibilidad de 0.5%. Sin embargo, se estima que este resultado puede llegar a caer incluso por debajo de 1.85% con el aumento de los gastos en infraestructura del PAC (Programa de Aceleración del Crecimiento), que se reforzó como una de las medidas de política para enfrentar a la recesión e impulsar el crecimiento.

## 1.2 La economía uruguaya

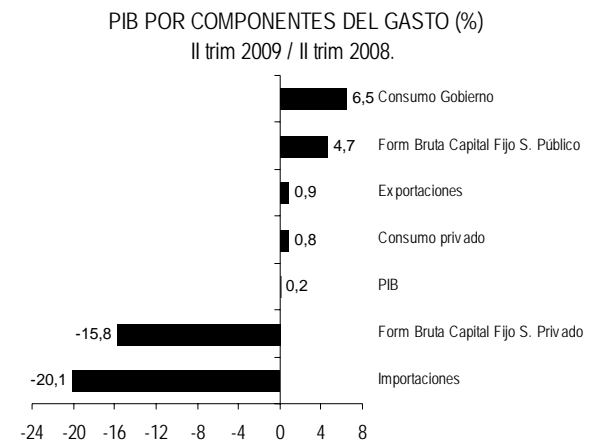
### 1.2.1 Nivel de actividad y empleo

En el segundo trimestre del año el PIB se expandió 0,5% con respecto al primer trimestre en términos desestacionalizados. De esta forma, la economía uruguaya mostró una recuperación en el nivel de actividad, luego de la caída experimentada en el trimestre anterior (2,3%). Por su parte, en términos interanuales la actividad económica experimentó un crecimiento (0,2%).

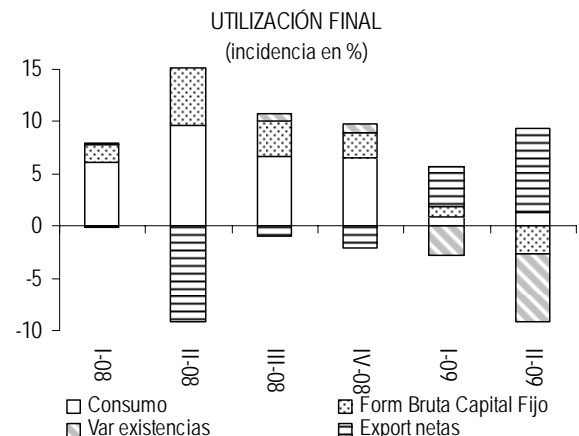


### Oferta y utilización finales

Desde el punto de vista del gasto el crecimiento del PIB en términos interanuales resultó de dos fuerzas contrapuestas: de una contracción de la demanda doméstica (principalmente la Formación Bruta de Capital Fijo) y de una expansión de las exportaciones netas (originada por una reducción de las importaciones).



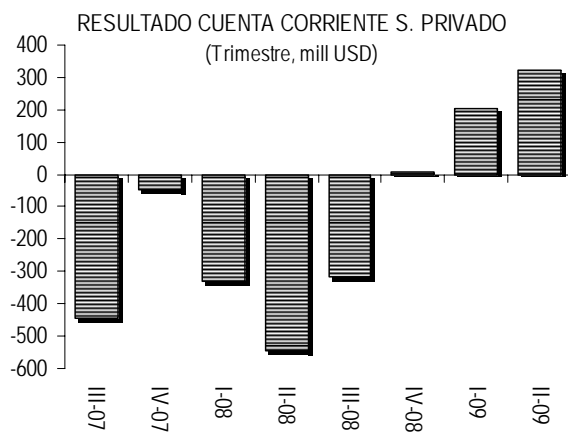
La demanda interna se redujo por la retracción de la inversión del sector privado. Por su parte, el gasto en consumo final (tanto del sector público como del privado) al igual que la inversión pública se incrementaron. Las exportaciones de bienes y servicios también contribuyeron positivamente en la evolución del producto. Sin embargo, una parte del aumento de la demanda continuó siendo satisfecha mediante una reducción de stocks y no mediante un aumento de la producción.



El componente del gasto más dinámico en el segundo trimestre del año continuó estando del lado

del sector público. En efecto, el gasto público se expandió 6% en términos interanuales, lo que fue el resultado de un incremento tanto del consumo (6,5%) como de la inversión pública (4,7%). El consumo del sector público obedeció fundamentalmente al aumento de la masa salarial en términos reales. La expansión de la inversión debe asociarse al incremento de obras de construcción.

En un marco de mayor incertidumbre signado por la crisis internacional, pudo observarse desde fines del año pasado un ajuste del gasto del sector privado, sobre todo en bienes de inversión. Así, mientras que el saldo del sector privado en cuenta corriente era deficitario en el segundo trimestre de 2008, en este año se volvió superavitario.



El gasto en consumo final del sector privado se expandió en relación al año anterior, reflejando una desaceleración respecto al registrado en los últimos años. No obstante, la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles positivos, las condiciones en el mercado de trabajo continuaron siendo favorables y el ingreso de los hogares se expandió en términos reales a lo largo del año. El ajuste del gasto en bienes de consumo estuvo más focalizado en el caso de los bienes durables; autos y electrodomésticos.

La formación bruta de capital fijo del sector privado se redujo en términos interanuales, sobre todo en maquinarias y equipos, luego de haberse incrementado significativamente en los años previos. Asimismo, se continuó observando una importante

reducción de inventarios de productos no agropecuarios.

Las exportaciones de bienes y servicios se expandieron impulsadas por las mayores ventas de *commodities* agrícolas (en particular trigo y soja) y manufacturas de origen agropecuario (lácteos, arroz y pasta de celulosa). Por su parte, algunos rubros de exportación continuaron acusando los efectos de la crisis internacional (productos textiles y de cuero y carne). Con respecto a las exportaciones de servicios, el aumento del turismo no logró compensar la caída verificada en otros servicios más afectados por la situación internacional. Cabe destacar el aumento de la participación de Brasil en el comercio de bienes, consolidándose como el principal destino de estas exportaciones. Por su parte, también se incrementó la participación de Argentina en el caso de las ventas de servicios (sobre todo turísticos) en comparación al año anterior.

La reducción de las importaciones alcanzó a todas las categorías económicas (bienes de capital, insumos intermedios y de consumo). En particular se destacan las menores compras de maquinaria y equipo por parte del sector privado, bienes de consumo duradero y suministros industriales elaborados. Ello fue consistente con una reducción de la inversión privada, del consumo durable y de la actividad industrial.

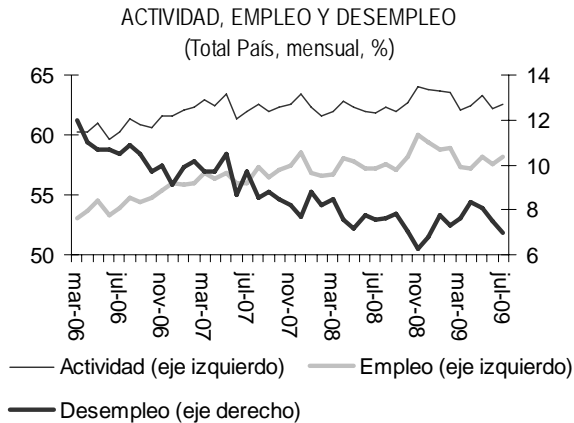
Desde el punto de vista sectorial la mayoría de los sectores mostró una recuperación del nivel de actividad en el segundo trimestre respecto al primero, medido en términos desestacionalizados. Los únicos sectores que presentaron una reducción fueron el Agropecuario y el de Electricidad, Gas y Agua, afectados por la escasez de lluvias.

### Mercado de Trabajo

La tasa de desempleo de julio de 2009 para el total del país se ubicó en 6,9%, mostrando una reducción respecto a igual mes del año anterior (0,6 puntos porcentuales). Este dato constituye la tercera caída mensual consecutiva y el registro más bajo en lo que va del año. Este resultado puede explicarse fundamentalmente por factores de demanda, dado



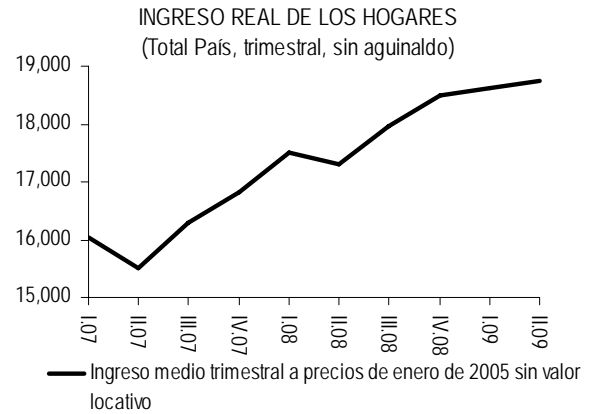
que el incremento de la tasa de empleo superó al crecimiento de la tasa de actividad.



Si se considera el número de personas empleadas en las localidades de 5000 o más habitantes, se observa una tendencia creciente desde el mes de mayo. Este hecho podría constituir una señal de cierta recuperación en el nivel de empleo. Desde el punto de vista sectorial se observa dicha evolución en Comercio, Hoteles y Restaurantes. Se destaca la importancia del mismo dado que representa el 23% de la población ocupada. Sin embargo, otros sectores continúan mostrando caídas en el nivel de empleo. Tal es el caso de Industrias Manufactureras, Electricidad, Gas y Agua; Construcción; e Intermediación Financiera y Actividades Inmobiliarias.

El número de beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones se redujo en julio por segundo mes consecutivo y se ubicó en el nivel más bajo del año. Sin embargo, el total de casos continúa siendo elevado (25.303 personas). Los sectores con mayor número de personas en seguro de paro son Construcción e Industrias Manufactureras. Por otro lado, las solicitudes de subsidio por desempleo otorgadas continúan creciendo, totalizando 6.569 personas.

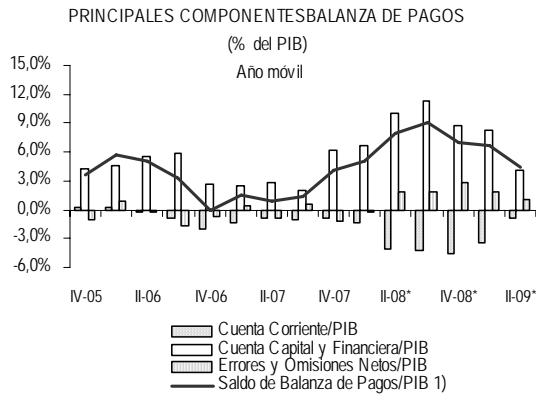
El ingreso real de los hogares sin aguinaldo y sin valor locativo a precios constantes para el total del país, aumentó 8,4% en el segundo trimestre de 2009



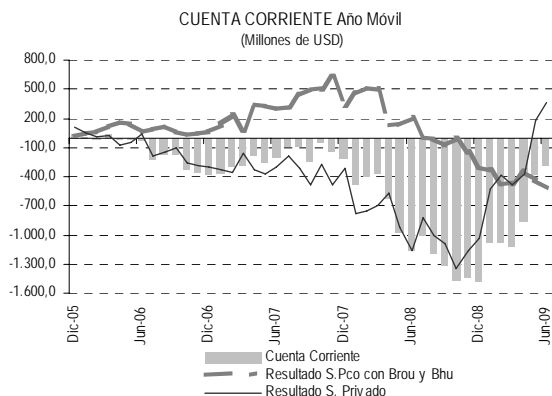
en términos interanuales. Según las fuentes de ingreso, las pasividades crecieron casi 20% a valores constantes en igual período. Por su parte, los ingresos salariales sin aguinaldo y los ingresos por cuenta propia aumentaron 11,5% y 9,9% respectivamente. También los ingresos de los patrones acumularon un crecimiento importante. Sin embargo, estos datos deben ser analizados con cautela dada la alta volatilidad que presentan.

## 1.2.2 Sector Externo

Durante el primer semestre del 2009, la Balanza de Pagos en su estimación preliminar registró al igual que el año pasado; una ganancia de activos de reserva por parte del Banco Central del Uruguay (BCU) por USD 1.027 millones (equivalente al 7% del PIB semestral). Esta ganancia resultó del superávit en Cuenta Corriente -que alcanzó a USD 422 millones -; del ingreso de fondos por las operaciones financieras del sector público y de los movimientos no registrados -reflejados en el rubro de "Errores y Omisiones".



Los datos del segundo trimestre del año confirmaron la tendencia que venía experimentando –desde setiembre del año pasado- de desaceleración de ganancia de activos de reservas y de ingreso de capitales; y de aceleración del ajuste de la Cuenta Corriente. Para los doce meses móviles cerrados a junio de 2009, en términos del PIB, el ingreso de divisas vía la Cuenta Capital y Financiera, los activos de reservas y la cuenta corriente alcanzaron a 4,2%,



4,3% y -0,9% respectivamente.

El ingreso neto de fondos por las operaciones financieras del sector público y los movimientos no registrados -de USD 451 y de USD 209 millones respectivamente- junto con la brecha ingreso-gasto positiva del sector privado –de USD 527- financiaron la ganancia de activos de reservas, el déficit fiscal, y la salida de divisas del sector privado a través de la cuenta financiera.

En síntesis, en lo que va del año los aspectos más destacables de la balanza de pagos en su estimación preliminar fueron:

- Vuelco de la Cuenta Corriente; que pasó de un déficit de USD 770 millones para el primer semestre del 2008 a un superávit de USD 422 millones para igual período de este año. Considerada por su equivalencia con el excedente de los residentes reflejó el ajuste del Sector Privado (fundamentalmente a la disminución de su gasto en inversión), ya que por el contrario el Sector Público incrementó su déficit.
- Salida neta de fondos desde el sector privado a través de la Cuenta Financiera; mientras que durante el primer semestre del año pasado dicho sector recibió más de USD 1500 millones, en lo que va del año por el contrario dicho sector verificó -en su estimación preliminar- una salida de USD 55 millones.
- El Sector Público fortaleció su posicionamiento con el exterior, aumentó la tenencia de activos externos mediante desembolsos de largo plazo provenientes de organismos internacionales, compras de divisas y aumento de los depósitos recibidos del sistema financiero local.

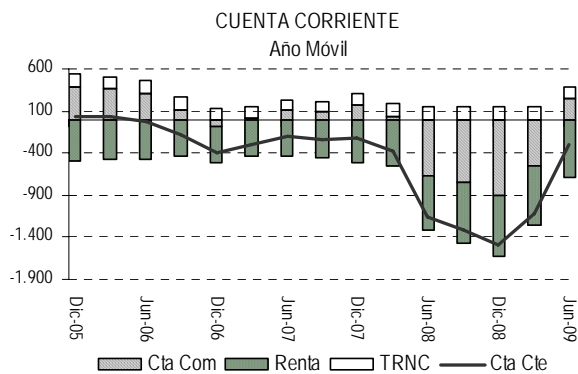
### Principales desarrollos de la Cuenta Corriente

El ajuste del sector privado más que compensó la expansión del déficit fiscal, reduciéndose por tanto el déficit en cuenta corriente, el cual a los doce meses cerrados a junio alcanzó a USD 293 millones. Se observa que desde fines del año pasado el sector privado viene ajustando su gasto mientras que por el contrario el sector público continúa expandiéndose.

Desde el punto de vista de los registros de la compilación, el giro del saldo comercial (que pasó de un déficit de USD 465 millones a un superávit de USD 692 millones) explicó más del 95% del aumento de la cuenta corriente -de casi USD 1200 millones entre los periodos que se comparan-. En menor medida también obedeció a la disminución de USD 42 millones del déficit del rubro "Renta" que ubicó el

saldo del primer semestre de este año en USD 337 millones negativo. Esta reducción de la renta fue producto del resultado del Sector Privado que, a pesar de que verificó menores intereses cobrados, registró en mayor proporción menores resultados financieros de las empresas de inversión extranjera directa.

El año móvil a junio de 2009, refleja cómo la reducción del déficit de la cuenta corriente se explica fundamentalmente por el giro de la cuenta comercial.



El aumento del saldo comercial se da en el marco de una desaceleración en el intercambio comercial de bienes, con una caída en el semestre con respecto a igual período del año anterior para las exportaciones de 15% y de 33% para las importaciones medidas ambas a valores corrientes. Cabe destacar que si se excluyen de las importaciones las de petróleo y los aviones adquiridos por Pluna el año pasado, esta caída disminuye a un 17%.

Al igual que en los bienes, este primer semestre respecto al primero del año pasado, el saldo de los servicios aumentó USD 180 millones. Este incremento se explicó fundamentalmente por el mayor superávit de los servicios turísticos con el exterior, y en menor medida por otros servicios ya que por el contrario los servicios de transportes aumentaron el déficit.

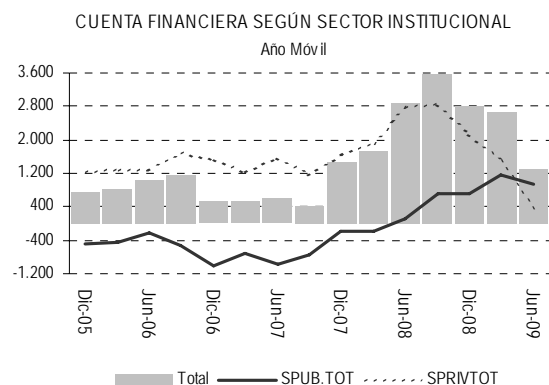
Los movimientos turísticos con el exterior generaron durante este primer semestre USD 175 millones adicionales, respecto a igual semestre del año pasado, alcanzando un superávit de USD 586 millones frente a USD 411 millones alcanzados para el primer semestre de 2008.

El gasto total realizado por los turistas entrados a Uruguay aumentó en el entorno del 35% a lo largo de este primer semestre de 2009, con relación a igual período del año anterior, como consecuencia del aumento del gasto diario que paso de USD 59 a USD 82 por día. Por su parte, la recuperación del ingreso que registró la economía uruguaya en el primer semestre de 2009 del orden del 8% indujo a un aumento en un 14% de los egresos por importaciones de servicios turísticos, por el incremento tanto en volumen físico -que medido por los días totales aumentó 9,5% - como por el incremento del gasto diario (de USD 59 a USD 61 por día).

Tanto para el turismo receptivo, como emisoro el mayor movimiento de los servicios turísticos se explicó por los mayores movimientos de nuestro principal copartícipe (Argentina).

### Principales desarrollos de la Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Financiera registró, para los seis primeros meses del año, un ingreso neto de capitales de casi USD 400 millones en su medición preliminar; por los



movimientos del sector público ya que por el contrario los del sector privado registraron una salida neta de fondos por USD 55.

La tendencia a doces móviles cerrados a junio muestra por un lado que se aceleró fuertemente el descenso en el flujo de capitales hacia el sector privado y por otro lado que después de los desembolsos realizados por el Gobierno Central con carácter precautorio ante la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis internacional, se detiene el ingreso hacia el sector público, con la consiguiente desaceleración en la entrada de fondos a través de la Cuenta Capital y Financiera.

A nivel del sector privado, la salida neta de capitales se debió por un lado a la constitución -durante el primer trimestre del año- de activos netos en el exterior por parte del sistema financiero. Y por otro lado, obedeció al aumento de depósitos de residentes en el exterior -conforme a la información del Banco Internacional de Pagos- que también se verificó en los tres primeros meses del año, no estando aún disponible la correspondiente a la del segundo trimestre. En contraposición a la dirección de estos dos movimientos de salida de capitales, si bien la inversión extranjera directa (IED) verificó un ingreso de fondos; la misma sufrió una fuerte desaceleración, y pasó de un ingreso superior a los USD 1000 millones para el primer semestre del año a menos de USD 500 millones en su estimación preliminar, como consecuencia de la menor captación de inversiones directas tanto en tierras como en empresas.

El sistema financiero registró una salida neta de capitales, que se ubicó en USD 248 millones, que se explicó por la salida de más de USD 400 millones que se produjo en el primer trimestre ya que por el contrario para el segundo trimestre del año se verificó un ingreso del orden de USD 180 millones.

En los seis primeros meses de 2009 la banca privada aumentó su posición con no residentes en USD 309 millones por la constitución de activos externos netos. Cabe señalar que el comportamiento de los bancos fue bien diferente entre el primer y el segundo trimestre del año.

Durante el primer trimestre, el sistema bancario privado profundizó el reposicionamiento en colocaciones en el sistema financiero externo. Los depósitos de no residentes representaron un 22% del fondeo de las colocaciones de la banca privada en el exterior. El resto del fondeo provino en lo sustancial de la reducción de su posición con el sector privado residente, cuyos depósitos crecieron considerablemente.

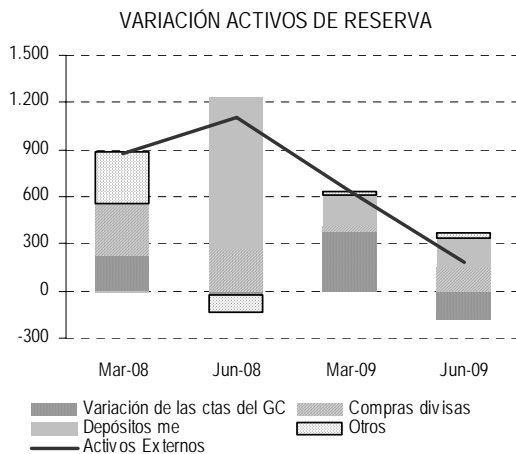
En cambio en el segundo trimestre del año la banca privada disminuyó su posición neta con no residentes en USD 112 millones, porque aumentaron USD 117 millones sus pasivos externos y sólo USD 5 millones sus activos externos. La contrapartida fue un aumento de la posición con residentes por USD 163 millones. Cayó la posición con el sector privado y aumentó en mayor magnitud la posición con el sector público residente (por el aumento de activos contra el BCU en primer lugar y contra el gobierno en segundo).

A nivel del sector público, el ingreso de divisas se debió a la contratación de deuda de largo plazo que realizó el Gobierno Central -durante el primer trimestre y en menor medida durante el segundo- con organismos multilaterales de crédito, que como antes se señaló, obedeció a la incertidumbre generada por la crisis financiera internacional y su correlato en cuanto al plazo en que podría retornarse al acceso a los mercados para títulos soberanos. En contraposición a la dirección de este movimiento, se produjo una salida de fondos por inversión de cartera. Por un lado, se produjo una disminución de pasivos de cartera, principalmente por el aumento de tenencia de valores públicos que se encontraban en poder de no residentes, por parte de residentes, y en menor medida, por la amortización efectiva de bonos del orden de USD 66 millones. Por otro lado, el Banco República aumentó activos de este tipo en el exterior en el primer semestre del año.

### Activos de Reservas

A junio de 2009 el stock de activos de reservas del BCU superó los USD 7.400 millones. Conforme a la medición de balanza de pagos, que registra exclusivamente la variación por transacciones, las

reservas internacionales del BCU aumentaron en USD 1027 millones en los seis primeros meses del año, USD 577 millones en el primer trimestre y USD 450 millones en el segundo, reflejando básicamente la contratación de deuda por parte del Gobierno Central en el primer trimestre del año, y en el segundo por las compras que realizó el BCU y por el aumento de los depósitos de encaje.

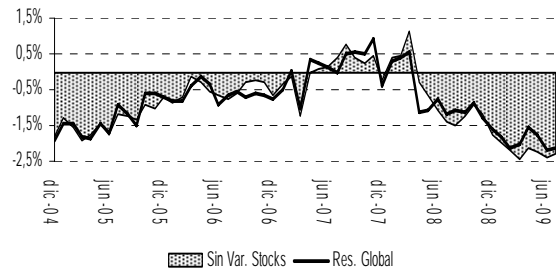


### 1.2.3 Finanzas públicas

#### Resultado global y principales tendencias

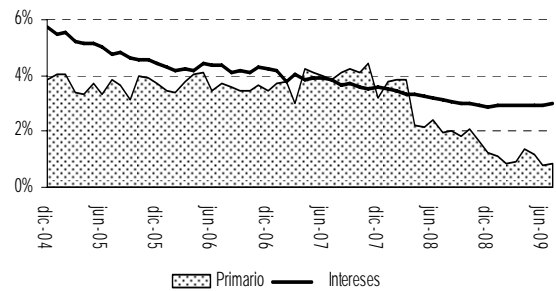
Luego del aumento del déficit ocurrido en el último año móvil, que implicó una evolución desde el equilibrio fiscal a fines de 2007 hasta necesidades de financiamiento de 2,5% del PIB para el Sector Público Global (SPG), el mismo se ha estabilizado en los últimos meses en torno a esa cifra. De esta forma, el déficit global se ubicó en 2,3% del PIB en los 12 meses cerrados en julio 2009 (sin incluir variación de existencias de crudo).

**RESULTADO FISCAL GLOBAL, SPG**  
doce meses móviles, % PIB



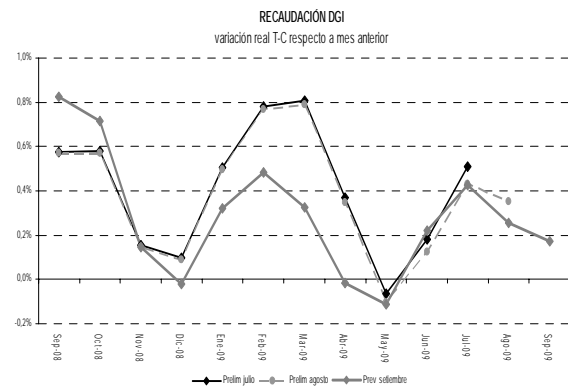
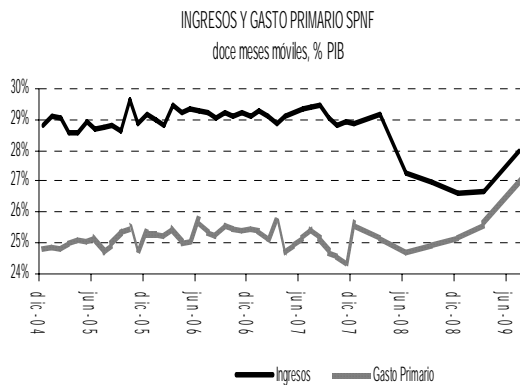
Este comportamiento continuó siendo determinado por la reducción del superávit primario, ya que los intereses permanecieron estables alrededor de 3% del PIB. En el año móvil a julio de 2009 este superávit se ubicó en 0,7% del PIB (sin variación de stocks).

**RESULTADO PRIMARIO E INTERESES, SPG**  
doce meses móviles, % PIB



Esta evolución está pautada tanto por la acción de los estabilizadores automáticos en un marco de enfriamiento del nivel de actividad, como por factores discrecionales ligados al aumento de la inversión en activo fijo, del consumo público y del nuevo sistema de salud.

Por otra parte, la tendencia siguió siendo de expansión de la participación del Sector Público no Financiero (SPNF) en términos del PIB, la que es más profunda en gasto primario que en ingresos. Así, en los últimos 12 meses a julio 2009 ambos rubros presentan aumentos reales importantes (+14.6% y +9.5% respectivamente).



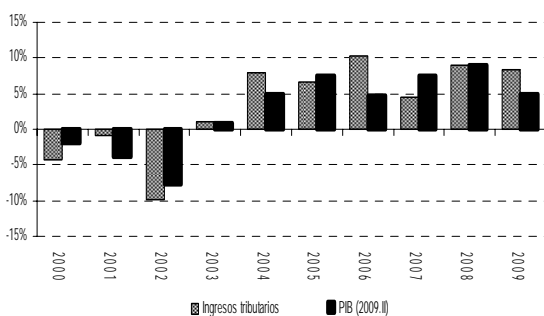
### Las finanzas públicas en el ciclo económico

Los impuestos con una relación más inmediata con el ciclo económico, como el IVA, desaceleran su crecimiento; mientras tanto, los impuestos que presentan mayor rezago con el nivel de actividad en su recaudación - IRAE e impuesto al patrimonio - mantienen la tendencia creciente global. De esta forma, los ingresos tributarios consolidados aumentaron 8,4% en términos reales en los 12 meses cerrados a julio 2009, aún por encima del aumento del PIB, el que creció 4.9% en los 4 trimestres cerrados en II.09.

Por el lado de los egresos los estabilizadores automáticos, que deberían desacelerar las prestaciones del BPS, aún no operaron en ese sentido, dado que el salario real, que indexa las jubilaciones, mantuvo su crecimiento en el margen.

Este factor, junto al manejo discrecional de egresos, determinaron que el Gasto Primario del SPNF aumentara 14,6% real en el año culminado en julio 2009 (10,8% sin incluir la caída en los inventarios de petróleo). Esta evolución se continuó observando tanto en el consumo del Gobierno General (GG) como en la inversión neta de utilización de inventarios de Gobierno y EEPP. El dinamismo es explicado básicamente por las inversiones de las empresas vinculadas a sus rubros de negocios y por mayores remuneraciones dentro del gasto primario corriente. Mientras tanto, las prestaciones del Sistema de Seguridad Social (SSS) continuaron mostrando un aumento importante vinculado a la implementación del FONASA, aumento mucho mayor que su correlato en ingresos. Como resultado, el déficit de la salud reflejado en el BPS se ubicó en 0.9% del PIB en los 12 meses cerrados a julio, significando una expansión discrecional de 0.4 puntos del PIB respecto a su media histórica.

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

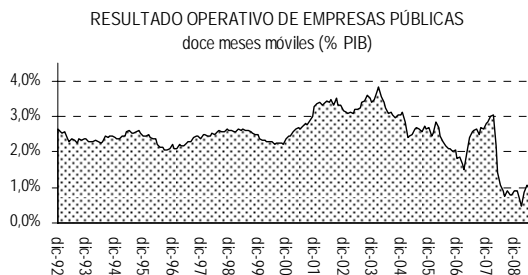


Esta tendencia se confirma al analizar los últimos datos mensuales de DGI y BPS; en particular, los datos adelantados de DGI hasta setiembre 2009 muestran una desaceleración del crecimiento mensual del componente tendencia-ciclo de su recaudación real.

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

Como contrapartida, el resultado operativo de EEPP comenzó a recomponerse en los últimos meses a consecuencia de los postergados aumentos de las tarifas públicas energéticas. En un contexto de caída de los volúmenes de ventas reflejando la desaceleración de la actividad, esta adecuación

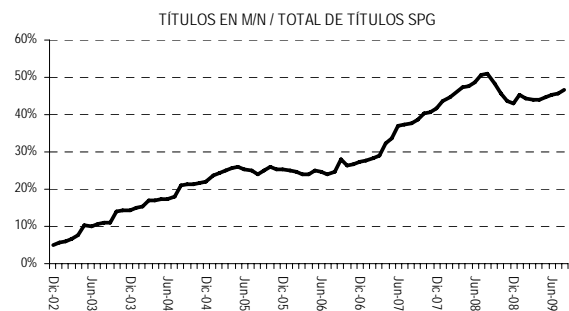
tarifaria permitió un incipiente aumento del superávit operativo de EEPP, el cual todavía se mantiene en niveles cercanos a su mínimo histórico. Si bien se espera una mejora en el desempeño de las EEPP en los próximos meses debido a este factor, el incremento de tarifas ejerce presiones al alza del IPC; así, el aumento de tarifas de agosto tuvo un efecto directo en impacto de 0,5 puntos en el aumento del IPC en dicho mes.



De esta forma, la evolución de las tarifas, unida a la recomposición del resultado de EEPP y a la incertidumbre del precio del crudo, constituye un riesgo potencial en la trayectoria futura de la inflación *headline*.

### 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 (nominal e indexada), estrategia iniciada en 2002, se ha ido consolidando desde entonces. Hacia fines de 2008, en el marco de la crisis financiera internacional y una mayor aversión al riesgo, esta participación había declinado en el margen. Sin embargo, en los últimos meses una mayor tolerancia al riesgo de emergentes junto a una presencia continua del BCU como oferente de estos títulos permitieron retomar el camino original. En consecuencia, los títulos en moneda local vuelven a ser casi la mitad del circulante total.



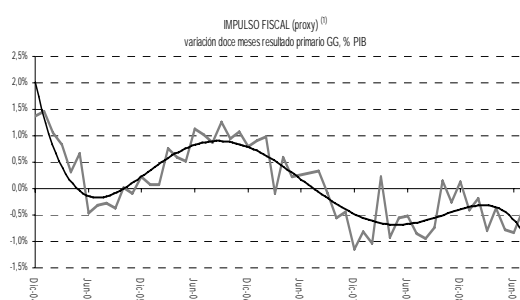
Asimismo, se ha ido aumentando progresivamente la *maturity* de estos títulos, impulsada por la emisión de LRM en UI a 5 y 10 años por parte del BCU.

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 no sean una fuente de desequilibrios macro, que encuentren su financiamiento sin necesidad de presionar el señoreaje y que la política fiscal sea sostenible.

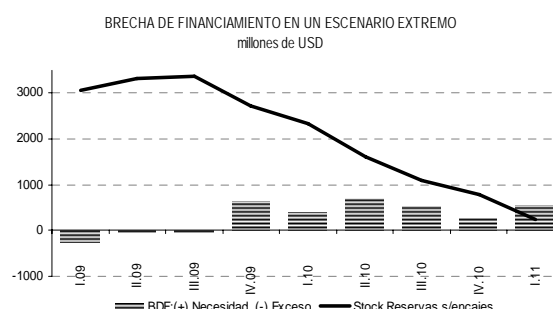
Dada la fase del ciclo y el efecto de los estabilizadores automáticos, se espera cierto aumento del déficit global del SPG, desde su actual nivel cercano a 2,5% del PIB. Se estima que en un entorno macro más difícil y a pesar de la rigidez del Gasto Primario, en el mediano plazo el desequilibrio fiscal 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 sobre la demanda agregada – aproximado a través del cambio en el resultado primario del Gobierno General - positivo pero moderado, el que puede estimarse en 0,4% del PIB en los 12 meses cerrados a julio 2009.



Es de esperar que este impulso fiscal, explicado en buena medida por el FONASA, no ejerza presiones adicionales sobre el nivel de precios dada la actual fase del ciclo económico. Sin embargo, este comentario puede relativizarse de concretarse una recuperación de la actividad más rápida como la insinuada en los datos del PIB del segundo trimestre de 2009.

De todas formas, dado el nivel de déficit con el que se enfrenta esta fase, el margen para realizar política fiscal activa de demanda está acotado, dependiendo en buena medida de la posibilidad de financiamiento no monetario del déficit.

En este sentido, en el horizonte de proyección, dado el entorno financiero internacional aún incierto, las fuentes de financiamiento externo podrían mantenerse limitadas. A pesar de ello, si se simula un escenario extremo 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 principios de 2011. 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.

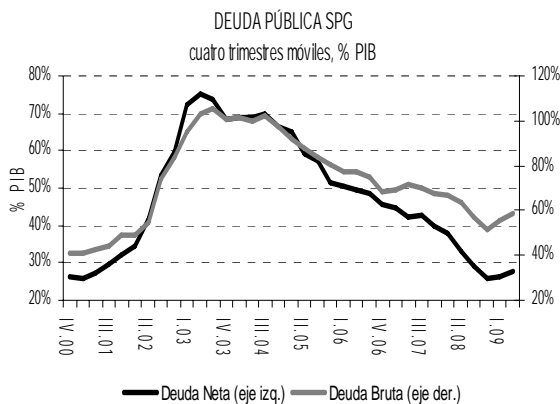


Por otra parte, este ejercicio extremo no parece reflejar la situación corriente: recientemente se emitió un Bono Global con amortización uniforme entre 2023 y 2025 por USD 500 millones a una tasa razonable de 6.875% anual (*spread* de 340 pbs sobre Bono de la FED a 10 años).

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 al segundo trimestre de 2009 dicho ratio presentó un punto de inflexión en el trimestre anterior, evidenciando un moderado aumento en la deuda neta de 2% del PIB respecto a fines de 2008, ubicándose en 27.6%. Paralelamente, en este tiempo se han realizado varias operaciones de blindaje financiero, tales como desembolsos precautorios por parte de organismos multilaterales y la asignación de DEG. Estas operaciones en general aumentan la deuda bruta y los activos en forma paralela; así, la deuda bruta crece en el primer semestre del año 7.6 puntos del PIB, ubicándose en 59%. Estos valores brutos y netos son similares a los previos a la crisis de 2002.





A esta evolución creciente contribuyen el mayor déficit fiscal en términos del PIB y el agotamiento en sus principales determinantes, particularmente el crecimiento del PIB en dólares, factor que fuera anunciado en varios informes anteriores.

Esta evolución reciente, junto con el deterioro del resultado operativo de EEPP, 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 Política Monetaria en el tercer trimestre de 2009

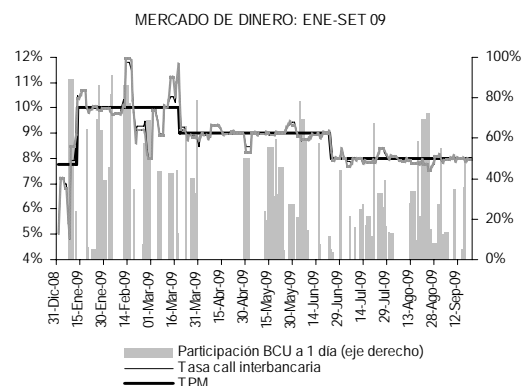
### 2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

Luego de la reunión ordinaria celebrada el 22 de junio de 2009 del Comité de Política Monetaria (COPOM), el Banco Central decidió mantener el sesgo contractivo de la política monetaria fijando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 8%. Dicha decisión se basaba en que la trayectoria descendente de la inflación, que se ubicaba dentro del rango objetivo definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica entre 3% y 7% anual, se enmarcaba en una coyuntura nacional e internacional en donde se avizoraban riesgos inflacionarios.

Desde el punto de vista interno se destacaba la evolución del sector real de la economía, en donde el

gasto privado venía creciendo por debajo del nivel de actividad. Por otra parte, el contexto internacional continuaba mostrando un elevado grado de incertidumbre y no se proyectaba una evolución de los precios internacionales que contribuyera a la reducción de la inflación doméstica. En lo que respecta a las expectativas de inflación, si bien habían descendido, aun no se ubicaban en buena parte del 2010 dentro del rango meta.

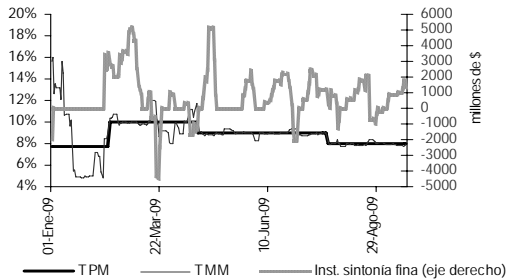
La gestión de la política monetaria se concentró en ubicar la tasa de interés de corto plazo entorno al objetivo operativo definido por el COPOM. Para ello, administró los instrumentos de política disponibles, que abarcaron distintos rangos de plazos y que permitieron equilibrar el mercado de dinero de forma de ubicar la tasa de interés a un día en torno al 8% establecido.



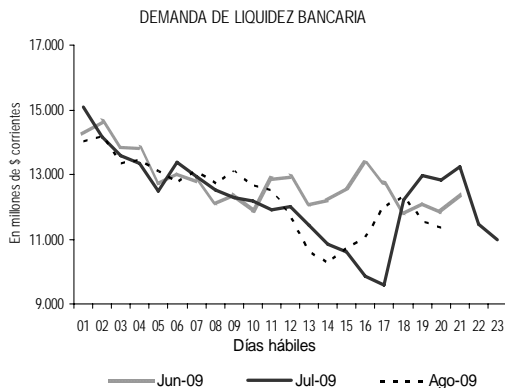
Tal como se evidencia en la gráfica, la Tasa Media de Mercado (TMM)<sup>3</sup>, a partir del segundo trimestre del año redujo a niveles mínimos su volatilidad y se ubicó diariamente en niveles consistentes con los anunciados. Este comportamiento fue alcanzado en un contexto en el cual el BCU gestionó sus instrumentos de sintonía fina a más de un día de forma tal de minimizar las intervenciones realizadas en el mercado de dinero a un día.

<sup>3</sup> 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.

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



Para alcanzar el mencionado equilibrio en el mercado de dinero, la gestión intramensual de la liquidez requirió la colocación de instrumentos de esterilización y solo durante los últimos días del mes fue necesario inyectar liquidez.

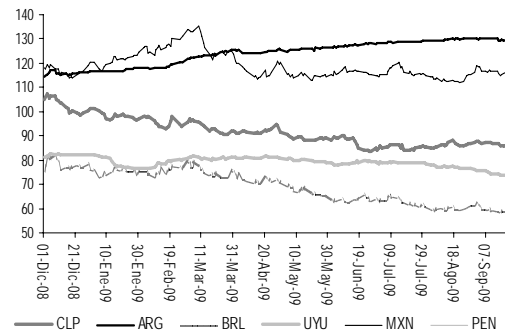


Por otra parte, el cierre de la brecha existente entre oferta y demanda de liquidez requirió, además de los instrumentos de sintonía fina mencionados, del aumento del circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM). El factor de expansión monetaria más importante del trimestre continuó siendo la compra de divisas que realizó el BCU. Estas compras que totalizaron USD 212 millones en lo que va del trimestre, al 22 de septiembre, tuvieron por objeto moderar la tendencia a la apreciación que experimentaba la moneda nacional.

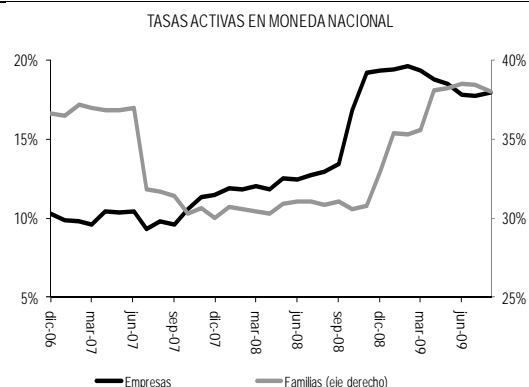
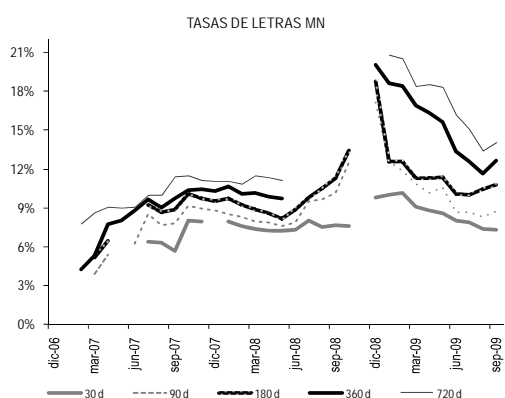
Esta estrategia implicó intervenciones directas en el mercado de cambios e intervenciones indirectas a través de la opción de integración en dólares que otorgan las LRM a más de un año de plazo. Este

manejo implementado por el BCU permitió 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 de interés de las LRM en pesos nominales, tal como era esperable, respondieron a la baja frente a la reducción de la TPM dispuesta en junio. A principios de agosto, sin embargo, esta tendencia decreciente se detuvo. A partir de entonces las tasas de interés de las LRM han mostrado una tendencia creciente, a excepción de la aplicable al plazo más corto. Esta evolución estuvo acompañada con un comportamiento muy estable de las tasas de interés en UI (Unidades Indexadas) aplicables a títulos a similares plazos. De esta forma podría interpretarse que el aumento de las tasas de interés en pesos refleja que los agentes están requiriendo una mayor compensación, ya sea debido a mayores expectativas de inflación y/o a la percepción de un incremento en la volatilidad de la inflación, lo que evidenciaría un aumento de la incertidumbre en el mercado, quizá consecuencia del ciclo electoral.



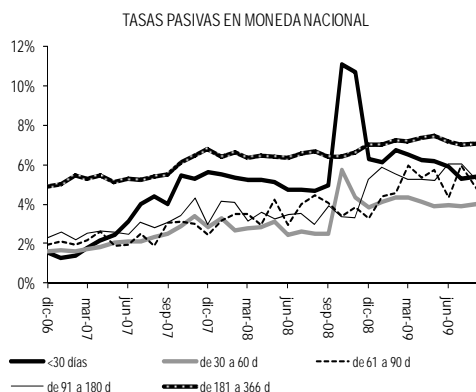
Las licitaciones de LRM, en el marco de la gestión de la actual política monetaria, permiten retirar del mercado liquidez de largo plazo o estructural, al tiempo que, las tasas pagadas sobre estos instrumentos emitidos por el BCU sirven de referencia para las operaciones pasivas y activas en el sistema 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.

Es así cómo las tasas activas en moneda nacional cobradas a empresas han acompañado desde principios de año la reducción de las tasas pagadas por las LRM, mostrando una lenta pero sostenida caída a partir de febrero de 2009. A partir de julio se evidenció una desaceleración de la tendencia decreciente y en agosto se registró un leve repunte de las tasas activas, lo que resulta consistente con el comportamiento comentado de las tasas de LRM.

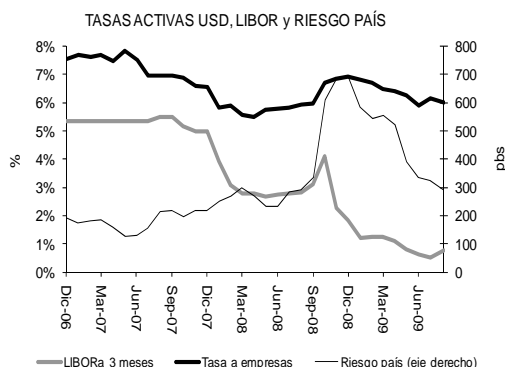
En el caso de las tasas cobradas en los préstamos a familias, la tendencia creciente iniciada a fines de 2008 se ha ido desacelerando, evidenciándose un quiebre a partir del dato de agosto, cuando se registra una pequeña reducción. Este comportamiento está reflejando la escasa reacción que muestran las tasas cobradas en las líneas de crédito a familias a las medidas de política monetaria.

Las tasas pasivas en moneda nacional durante el mes de agosto alcanzan niveles inferiores a los que se registraban un trimestre atrás, evidenciando un comportamiento en línea con la decisión de recorte de tasas de interés adoptada en junio. Sin embargo, la evolución más reciente indica que las tasas correspondientes a los tramos más cortos y los de mayor plazo, que generalmente son los que siguen en forma más cercana la evolución de las tasas de las LRM, al igual que éstas, registran leves aumentos.



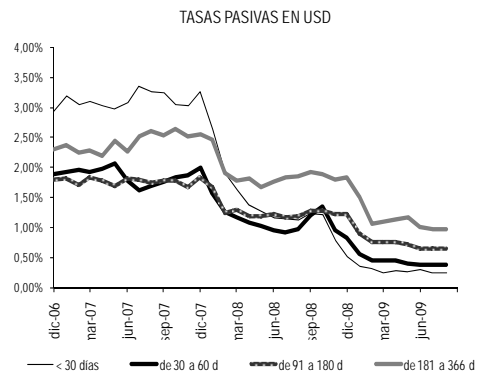
En economías con un alto grado de dolarización como es el caso de la economía uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, que es la moneda en la cual se pactan la mayoría de las operaciones en moneda extranjera.

Las tasas activas en dólares en el pasado trimestre evidenciaron un comportamiento más volátil que el que las había caracterizando anteriormente. En este último período experimentaron una reducción que es inferior a la experimentada por el Riesgo País y las tasas internacionales en el período. El hecho de que la reacción de las tasas activas a estas dos variables haya sido menos que proporcional puede tener varias explicaciones. Uno de ellas se relaciona con el efecto que sobre las tasas de interés en dólares tiene la evolución del tipo de cambio y su incidencia sobre el balance de aquellas empresas que reciben sus ingresos en moneda nacional y están endeudadas en dólares. Es así como un aumento del tipo de cambio se traduce en mayores primas de riesgo implícitas en las tasas de interés o en restricciones cuantitativas al crédito. Otro de los factores que incide en la evolución de estas tasas es el contexto macroeconómico, en la medida que puedan persistir efectos de la crisis internacional que afecten negativamente el nivel de actividad de algunas empresas uruguayas aumenta el riesgo de no pago de las obligaciones crediticias en esos sectores productivos y eso se refleja en las tasas activas cobradas a tales empresas.



Las tasas pasivas en dólares pagadas por los bancos en el mercado uruguayo, que habían

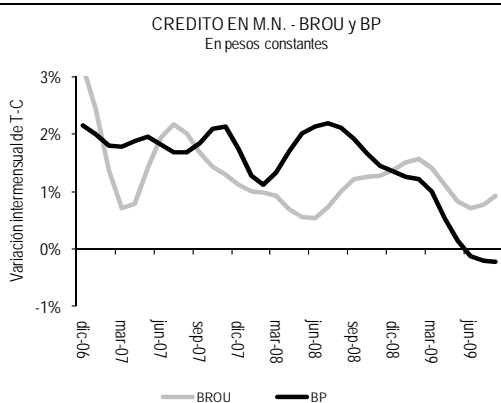
mostrado una clara tendencia decreciente hasta mediados de 2009, se han mantenido virtualmente estables en el último trimestre. Los históricamente bajos niveles en que se ubican estas tasas, cercanos a cero en los plazos más cortos, limitan la posibilidad de ajustes a la baja.



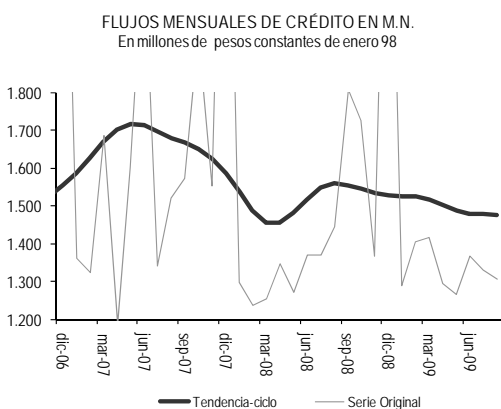
## 2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

El crédito en moneda nacional, que comenzó a desacelerarse en marzo en respuesta al aumento experimentado por las tasas activas desde fines de 2008, ha experimentado una clara desaceleración durante el último trimestre. Esta desaceleración se reflejó particularmente en la evolución del componente tendencia-ciclo del stock real de crédito que mostró un crecimiento en el margen de 2,4%, el que resultó sustancialmente inferior al 12% que se observaba en mayo.

Esta clara desaceleración respondió a lo que ha sido la evolución del crédito en Banca Privada (BP), que registró una caída real tendencial de 2% anualizado al mes de agosto. En el caso del BROU, que evidenció una cierta desaceleración a fin del primer trimestre del año, hubo un claro repunte en el período junio-agosto, cuando alcanzó una tasa de crecimiento tendencial de 12% en términos reales.

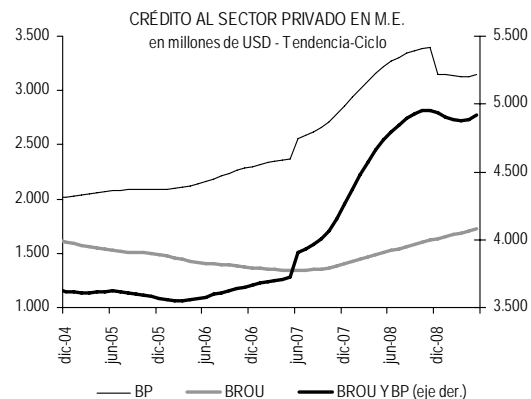


La evolución de los flujos de crédito en moneda nacional concedidos por los bancos, luego de la reducción que experimentaron a partir de mediados de 2008, evidenciaron un incipiente quiebre en la tendencia al incorporar los últimos datos disponibles, estabilizándose en el presente trimestre, lo que podría estar asociado con la leve mejora que ha experimentado el contexto internacional.

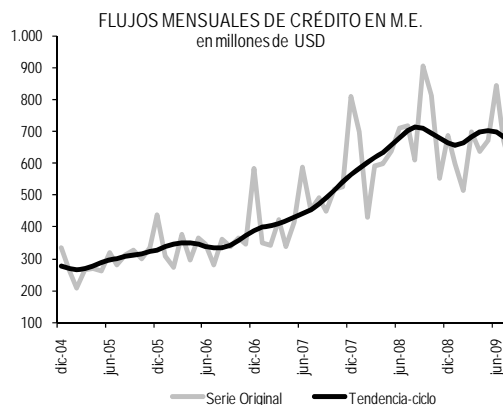


El crédito en moneda extranjera, que es donde más se evidenció el impacto de la crisis internacional, se mantuvo muy estable desde el segundo trimestre de 2009. Esta relativa estabilidad resultó de un dinamismo del crédito en moneda extranjera del BROU que compensó la evolución cada vez más moderada que se observa en BP. Este último comportamiento se distinguió de la observada antes de la crisis cuando en BP estaba la explicación del crecimiento del crédito en moneda extranjera. Por el contrario en el BROU el crédito en moneda extranjera se ha acelerado desde comienzos del año,

registrando en el margen un crecimiento tendencial anualizado de 20% en términos nominales.



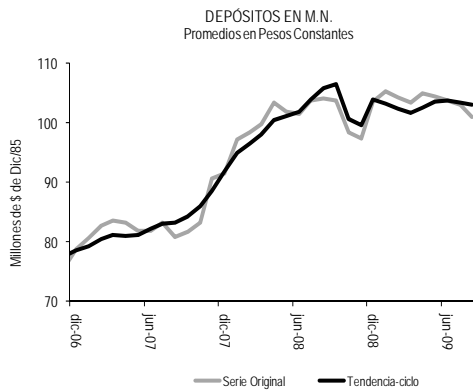
En términos del flujo de créditos en moneda extranjera efectivamente concedido por el sistema bancario se ha observado una paulatina desaceleración luego del repunte registrado en el cuatrimestre febrero-mayo.



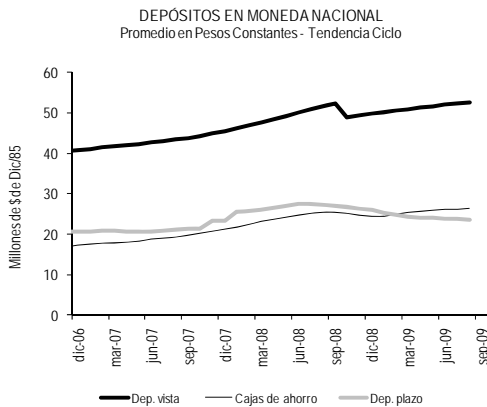
El virtual estancamiento del crédito en moneda extranjera en el 2009 se relacionaría con un aumento del costo de financiamiento en esa moneda y con la imposición de restricciones de tipo cuantitativo a la concesión de créditos en esa moneda. Tampoco debe descartarse la hipótesis de que los agentes hayan limitado su demanda por este tipo de financiamiento debido a mayor incertidumbre respecto a la evolución del tipo de cambio y del contexto macroeconómico.

Los depósitos en moneda nacional, que en el segundo trimestre de 2009 habían insinuado una leve recuperación, han experimentado un leve

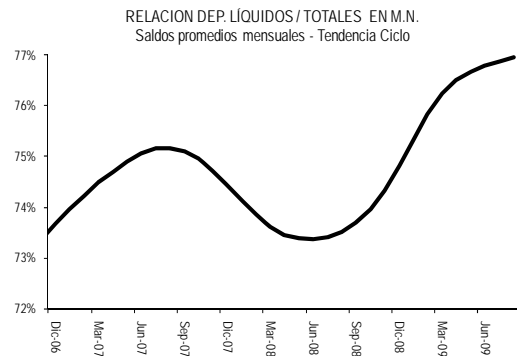
retroceso en términos reales durante el presente trimestre, como se desprende de la evolución del componente tendencia-ciclo de la serie de depósitos en moneda nacional.



Al analizar los depósitos por instrumento se observa que las colocaciones a la vista y en cajas de ahorro, cuya trayectoria se vio afectada el año pasado en el peor momento de la crisis, se recuperaron después rápidamente y mantuvieron hasta agosto una sostenida tendencia creciente. Por su parte las colocaciones a plazo fijo, las más afectadas el año pasado, continuaron retrayéndose pero cada vez a menor ritmo. El componente más transaccional de los primeros explicó que la reacción fuera más rápida pero transitoria. Por su parte, los depósitos a plazo han sido los más afectados por el cambio de portafolio que se verificó tras la crisis, no obstante el aumento experimentado por las tasas pasivas en el período.



Como natural consecuencia de la evolución comentada, el grado de liquidez de los depósitos ha venido mostrando una sostenida tendencia creciente desde mediados de 2008.<sup>4</sup> La comentada pérdida de ritmo de la caída de los depósitos a plazo estaría detrás de la suavización de la tendencia creciente de este indicador, el que con datos a agosto se ubicaba en 77%.

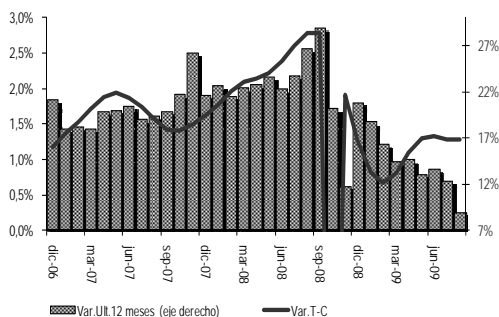


En la medida que aún en regímenes monetarios que manejan tasas de interés, como el vigente en Uruguay, se mantiene la relación de largo plazo entre el dinero y los precios, resulta pertinente analizar la evolución de los medios de pago, medidos éstos en términos nominales.

El ritmo de crecimiento de los medios de pago, medidos a través del agregado monetario M1, se estabilizó en los últimos meses ubicándose en el entorno de 1,3% anualizado. Este registro, que equivale a 17% anualizado, resulta inferior a los observados antes del agravamiento de la crisis internacional a fines de 2008.

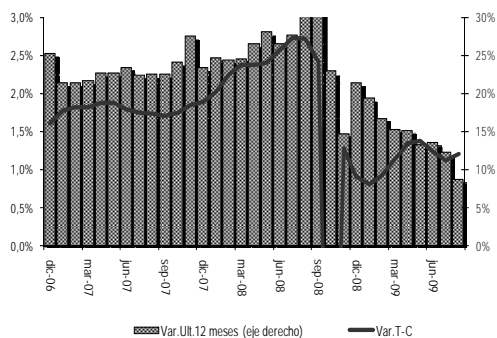
<sup>4</sup> El grado de liquidez de los depósitos se mide a través del cociente entre el saldo promedio mensual de los depósitos líquidos y el de los totales, entendiéndose por líquidos a los depósitos a la vista y las cajas de ahorro.

AGREGADO MONETARIO M1 PROMEDIO  
Variación interm. de tendencia-ciclo e interanual de serie original



Los cambios experimentados por las prácticas de los bancos y las costumbres de los agentes han dotado de mayor dinerabilidad al instrumento caja de ahorro. De esta forma una medición alternativa de los medios de pago es el llamado agregado monetario M1', que además de los instrumentos del M1 incluye a las cajas de ahorro. En la trayectoria reciente del componente tendencia-ciclo de este agregado también se evidencia una estabilización a partir de mediados de año, ubicándose el crecimiento tendencial en una tasa anualizada de 16%.

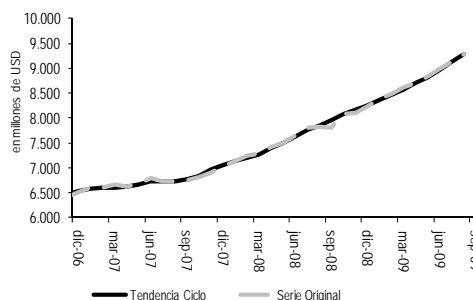
AGREGADO MONETARIO M1' PROMEDIO  
Variación interm. de tendencia-ciclo e interanual de serie original



De la evolución reciente de los depósitos en moneda nacional se concluye que los agentes se han desprendido de activos en moneda nacional, sin embargo no debe interpretarse esta evolución como un indicador seguro de que en el corto plazo se evidenciarán mayores presiones de demanda agregada. Para validar o no esa hipótesis es necesario observar la evolución de activos financieros alternativos, tal como pueden ser los

depósitos en el sistema bancario denominados en moneda extranjera.

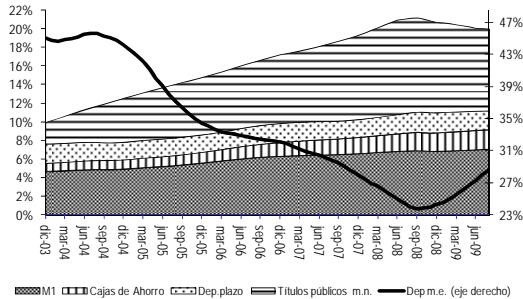
DEPÓSITOS EN M.E.-RESIDENTES  
Saldo promedio mensual



Consistentemente, los depósitos en moneda extranjera realizados por agentes residentes, que ante los primeros signos de la crisis internacional a mediados de 2007 habían acelerado su ritmo de crecimiento, vuelven a mostrar una aceleración en el presente trimestre. En efecto, medidos en dólares corrientes el componente tendencia ciclo en julio-agosto alcanzó tasas de crecimiento anualizadas en el entorno de 24%, superior al 18% promedio observado en la primera mitad del año.

Cómo se recordará, la reacción del público ante 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. Si bien los efectos de la crisis sobre la evolución de los agregados monetarios indica que no revirtió el proceso de desdolarización, lo cierto es que a la fecha no existen indicios claros respecto a que la mayor estabilidad del contexto internacional y la reciente debilidad del dólar hayan dinamizado sustancialmente la demanda de los agentes domésticos por activos en moneda nacional.

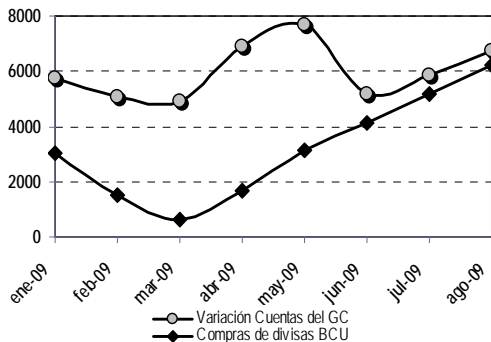
AGREGADOS MONETARIOS/PIB



### 2.3 El balance monetario del Banco Central

Durante los primeros ocho meses de 2009 el BCU incrementó sus activos externos propios en USD 525 millones, de los cuales poco más de la mitad correspondió a compras de divisas del BCU realizadas para moderar la volatilidad del tipo de cambio. El efecto monetario expansivo de las mismas fue esterilizado por la acumulación de disponibilidades en moneda nacional por parte del GC.

COMPRAS DE DIVISAS Y CUENTAS EN \$ DEL GC  
Datos acumulados en el año - en millones de pesos

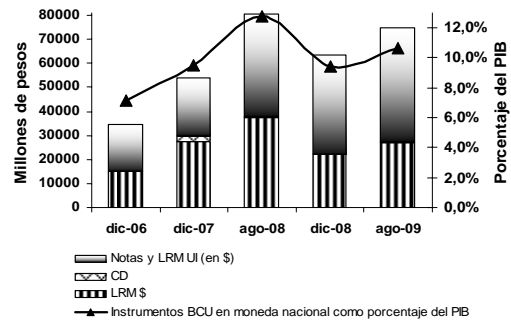


La colocación de títulos neta de las amortizaciones por un monto de \$ 7000 millones que el BCU realizó en el período enero – agosto permitió cubrir el efecto expansivo proveniente del déficit en moneda nacional del BCU (\$ 3122 millones), y la caída típicamente estacional de la base monetaria.

Como consecuencia de estas colocaciones netas, el stock de deuda del BCU recuperó su tendencia

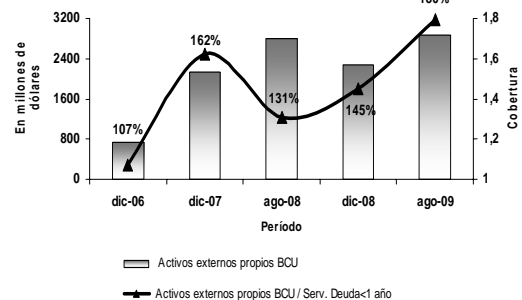
creciente, ubicándose al cierre de agosto en el entorno de 10,5% del PIB. Los activos externos propios permiten cubrir el 85% del stock de instrumentos del BCU.

INSTRUMENTOS DEL BCU EN MONEDA NACIONAL  
Stocks valor nominal en millones de pesos y % del PIB



El resto de la ganancia de activos externos propios se explica fundamentalmente por la reasignación de DEGs (Derechos especiales de Giro) por parte del FMI para con todos sus países miembros, la que se hizo en proporción al capital aportado por cada país y en el caso de Uruguay ascendió a un monto equivalente de USD 355 millones. Dicha operación reforzó la tendencia creciente que los activos externos propios presentan desde el mes de abril, momento en el cual comenzó a ganar fuerza la percepción de que lo más drástico de la crisis financiera internacional habría sido superado. Al cierre de agosto el stock de activos externos propios supera en un 80% el servicio de deuda en moneda nacional y extranjera que el BCU debe cubrir en el horizonte de un año.

ACTIVOS EXTERNOS PROPIOS BCU  
Stocks a fin de cada período y relación de cobertura de vencimientos de deuda





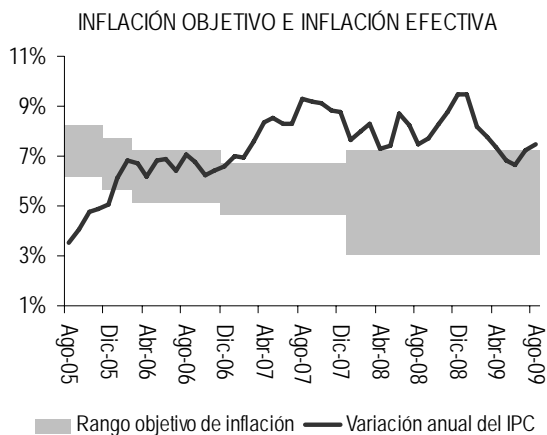
En otro orden, los activos externos líquidos que el BCU tiene en calidad de depositario de los fondos del Gobierno Central se incrementaron en USD 406 millones, básicamente como contrapartida de los desembolsos realizados por organismos multilaterales de crédito.

### 3 Evolución de los precios

#### 3.1 Análisis de la inflación

En el año culminado en agosto, el Índice de Precios del Consumo (IPC) creció 7.28%. La trayectoria de la tasa de inflación en los últimos meses se ha ubicado levemente por fuera del rango objetivo definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica.

En el segundo cuatrimestre del año, el IPC creció 3.81%. Prácticamente dos tercios de este aumento se pueden asociar a la incidencia del crecimiento de los precios administrados y del encarecimiento de los cigarrillos.



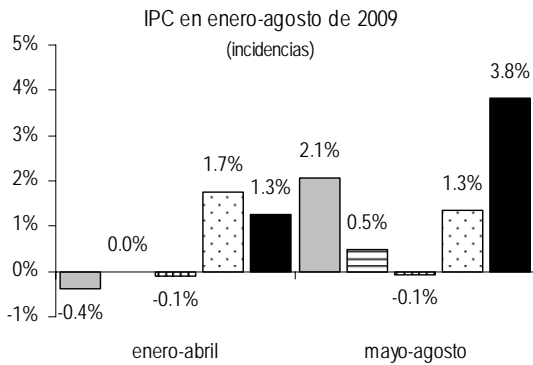
Entre mayo y agosto, los precios administrados tuvieron un incremento promedio de 9.10%, grupo que incluye a las tarifas públicas, a los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo (IMM) y a los fijados por decreto para los servicios médicos mutuales y colectivos. Este aumento de precios tuvo una incidencia de 2.07 puntos porcentuales en el aumento que tuvo el IPC durante esos cuatro meses.

El IPC del segundo cuatrimestre mostró alzas de 16.59% en las tarifas de UTE y de 21.88% en las de ANCAP, así como recogió un crecimiento promedio de 6.50% de los precios cobrados por las mutualistas. También incluyó un encarecimiento promedio de 3.15% del servicio de transporte por ómnibus y de 9.13% del brindado por los taxis. Además, el IPC de setiembre recogerá una suba de 3.07% del precio promedio de los distintos boletos considerados.

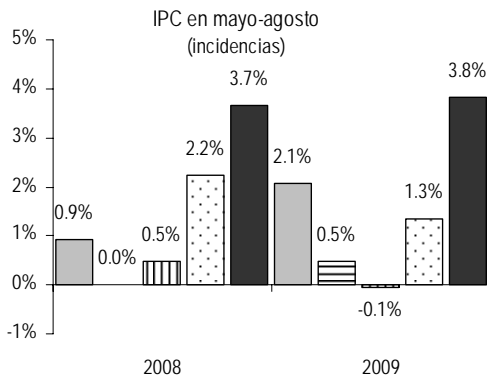
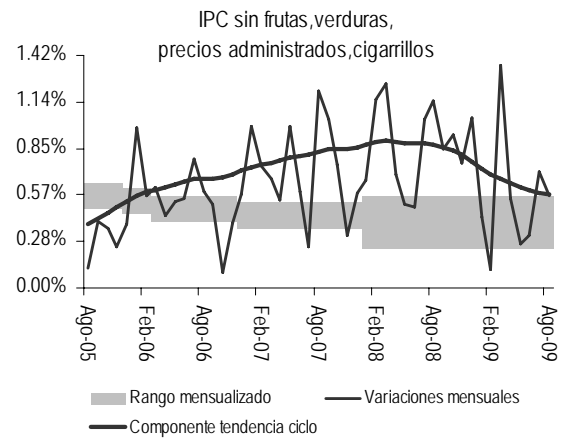
El aumento de 28.9% que tuvieron los precios de los cigarrillos en el segundo cuatrimestre del año contribuyó con 0.47 puntos porcentuales en la variación que registrara el IPC en tal período.

Este comportamiento de los precios administrados fue muy diferente al observado a lo largo del primer tercio de este año y en igual período de 2008. La preocupación por el deterioro del resultado operativo de las empresas públicas dificulta que se recurra a los precios administrados para contener la variación del IPC.

Los precios de las frutas y verduras incluidos en el IPC aumentaron 4.54% en agosto, luego de una caída de 20.27% entre febrero y julio. Después del crecimiento promedio de casi 50% que tuvieron estos precios en 2007, sus niveles se mantuvieron altos al punto que los de agosto fueron 78.93% superiores a los del mismo mes de 2006.



■ Administrados ■ Cigarrillos ■ Frutas, verduras ■ Resto IPC ■ Variación IPC

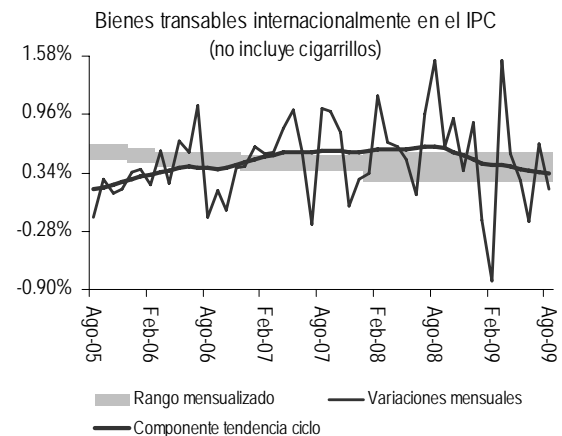


■ Administrados ■ Cigarrillos ■ Frutas, verduras ■ Resto IPC ■ Variación IPC

La serie "Resto del IPC" creció 1.88% en el segundo cuatrimestre y tuvo una incidencia de 1.34 puntos porcentuales en la variación que el IPC tuvo en ese lapso. Esta serie incluye un conjunto de precios con una ponderación de 71.8% en el IPC global y no se toma en cuenta para su construcción a los precios administrados, los de frutas y verduras y los de los cigarrillos.

El componente de tendencia-ciclo de las variaciones mensuales de esta serie ha venido cayendo desde agosto de 2008. Entre diciembre de 2008 y febrero de 2009 disminuyó con más vigor. Luego, con menos fuerza, fue convergiendo hacia el techo del rango objetivo de inflación mensualizado.

Dos evoluciones contrapuestas se destacan al analizar los componentes de la serie Resto del IPC. Por un lado, mostró una tendencia decreciente el aumento de los precios de los bienes transables internacionalmente. Por otra parte, se observó una tendencia levemente creciente en el encarecimiento de los bienes y servicios no transables. Cabe destacar que los precios de estos bienes y servicios crecen a una tasa tendencial sustancialmente mayor al rango objetivo de inflación mensualizado.

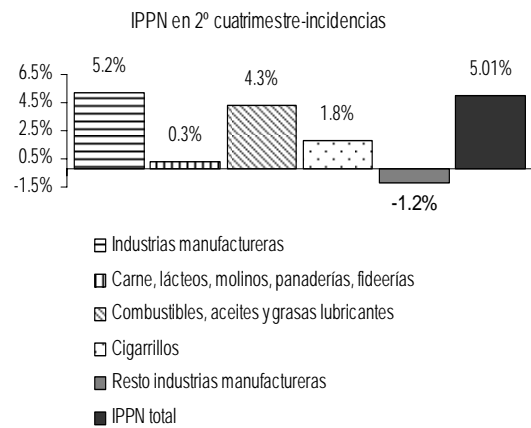


El comportamiento de los precios internacionales se ve reflejado en la variación de los correspondientes a los bienes incluidos en el IPC que se transan a nivel internacional. En la segunda mitad de 2008 se observó una fuerte caída en los precios expresados en dólares de una serie de commodities que estarían entre las de más impacto en las variaciones del IPC. La recuperación que experimentaron estos precios a

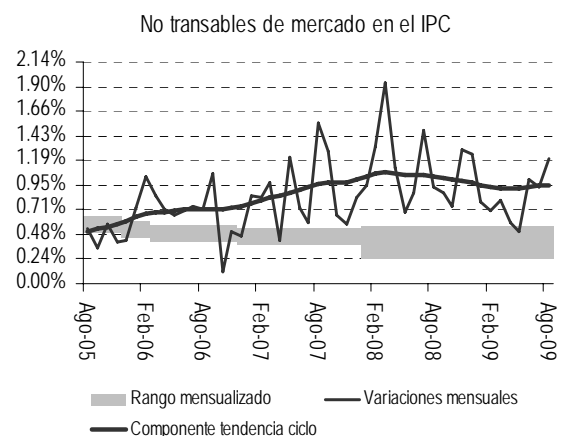
lo largo de 2009, está lejos de las altas tasas de crecimiento de 2007 y parte de 2008.

Es muy probable que en los próximos meses se deba estar alerta ante los riesgos inflacionarios derivados de una mayor inflación externa relevante. La evolución de los precios expresados en dólares de los productos que compiten con nuestras exportaciones o con la producción nacional dependerá tanto de la depreciación del dólar en los mercados internacionales como de la recuperación de la economía mundial. En ese sentido, la evolución de la cotización del dólar en Uruguay jugará un papel clave para que el comportamiento de los precios de los bienes transables a nivel internacional no entorpezca el cumplimiento del objetivo de inflación.

La evolución de los últimos meses de los precios percibidos por los productores domésticos, recogida en el Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN), puede ser explicada por factores similares a los que estuvieron detrás del comportamiento de los bienes incluidos en el IPC que son objeto de comercio internacional. Pero, también se debe tener en cuenta el encarecimiento de los cigarrillos. Las tasas de crecimiento de 2009 del IPPN han sido sustancialmente menores a las de 2008. También se han ido recuperando en el corriente año especialmente debido a la evolución de los precios fijados por ANCAP, al encarecimiento de los cigarrillos y a una suba en el porcentaje de aumento de los precios de aquellos rubros que habían sido objeto de shocks de oferta en 2007.



En el último cuatrimestre, la tasa de crecimiento de los bienes y servicios no transables de mercado mostró una tendencia levemente creciente y significativamente superior a la del techo del rango objetivo de inflación. El comportamiento de los costos unitarios que estaría entre los principales factores explicativos de esta evolución debe ser evaluada con cuidado. Por un lado, a diferencia de lo ocurrido otros años, es posible que la mayor parte de los ajustes salariales del corriente año ya se haya concedido, en la medida que ya están cerrados los acuerdos salariales de los que dependen. Por otra parte, es posible calificar de transitorias las caídas de productividad observadas, dado el impacto que la crisis internacional ha tenido sobre la economía uruguaya.

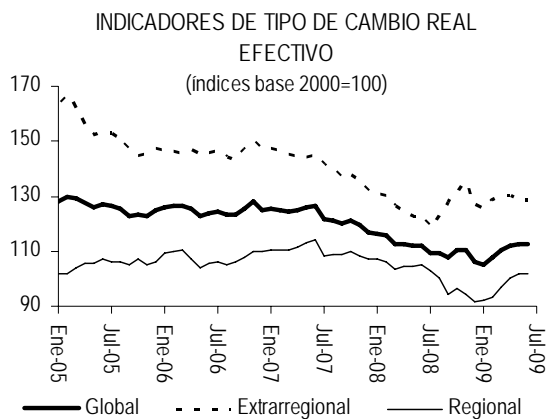


### 3.2 Precios relativos

El indicador de tipo de cambio real efectivo creció 6.3% en el semestre febrero-julio luego de haber caído 3.1% entre setiembre de 2008 y enero de 2009, período en que se profundizó la crisis financiera internacional.

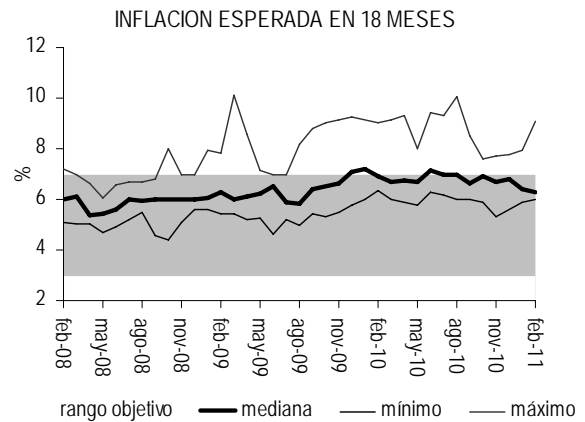
Cabe destacar que el índice de tipo de cambio real efectivo frente a Brasil mostró un incremento de 19.5% en ese semestre.

A nivel extrarregional, la depreciación real en dicho lapso fue menor, llegando a 1.3%, observándose una caída cercana al 1% del tipo de cambio real efectivo en el último bimestre.

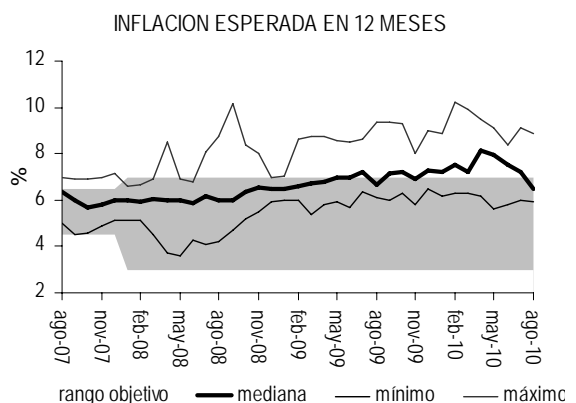


### 3.3 Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (febrero de 2011) fue de 6.3% en setiembre. La media se ubicó en 6.59%. Por lo tanto, las expectativas de inflación de los analistas consultados se encuentran dentro del rango objetivo vigente.



En el horizonte a doce meses, para el período comprendido entre setiembre de 2009 y agosto de 2010, las expectativas de los agentes también se ubicaron dentro del rango meta, luego de ocho meses de situarse por encima del mismo. En efecto, la mediana fue de 6,48% mientras que la media alcanzó el valor de 6.73%.



## 4 Balance de riesgos y decisión de política monetaria

**4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias.** La batería de medidas tomada durante el año evitó que el IPC alcanzara el 10% en términos anuales. En efecto, la reducción de la inflación medida en los últimos doce meses ha permanecido oscilando cercana al techo del rango-

meta en los últimos seis meses, luego de haber alcanzado 9,2% en diciembre de 2008. En ese sentido el Banco Central sigue evaluando los resultados como auspiciosos, a pesar de que todavía existen elementos que aconsejan precaución.

En primer lugar, parte de la reducción inflacionaria de los primeros ocho 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, sin perjuicio de lo cual ya se observan reducciones inflacionarias generalizadas en el resto de los bienes y servicios que componen la canasta del IPC. En segundo término, y en concordancia con lo anterior, aunque todavía por encima del rango-meta, las distintas medidas de inflación subyacente se están reduciendo.

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 ha mostrado señales auspiciosas, siendo que el grado de incertidumbre comienza a reducirse, aunque aún se está lejos de una situación de estabilidad. Por una parte, parecen comenzar a dar sus frutos las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han aplicado con el fin de mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas, si bien aún no han logrado revertir el ciclo contractivo. 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 esta vía. 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 apreciación del peso.

**4.3 Escenario interno.** La flexibilidad del régimen cambiario ha permitido que el ajuste de precios relativos se fuera procesando sin traumas para la competitividad de la economía, pero también sin presiones indebidas sobre la tasa de inflación doméstica. Con ese fin el Banco Central ha permitido que el peso uruguayo acompañara las tendencias internacionales pero ha intervenido para evitar movimientos bruscos e innecesarios, en una economía que todavía exhibe una alta dolarización. 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, los datos del segundo trimestre del PIB confirman un escenario de desaceleración del producto y del gasto más leves de lo que esperaban los analistas y el gobierno un trimestre atrás, mientras que la tasa de desempleo ha evolucionado consistentemente. Todo ello eleva levemente el crecimiento de la demanda real por dinero durante 2009, aunque se sigue manteniendo modesto, 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 Banco Central del Uruguay ha entendido conveniente no alterar la instancia contractiva de su política monetaria, por lo que decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 8% anual. Esta decisión implica sostener tasas reales positivas que reflejan la preocupación de la Autoridad Monetaria con relación a los riesgos inflacionarios en el complejo panorama actual, en especial teniendo en consideración los derivados de una mayor inflación externa relevante y de los efectos de una recuperación económica más acelerada respecto de la prevista con anterioridad. En este nuevo

escenario que se vislumbra, el mantenimiento de la TPM no descuida 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, se gestionó la liquidez diaria del sistema de tal modo que la Tasa Media de Mercado (TMM) se ubicó sistemáticamente en el entorno de la TPM, con un rango de tolerancia de +/-50 puntos básicos, tal como había sido comprometido por el Banco Central en junio pasado. Ello implicó que la tasa de interés del mercado a un día se movió siempre en un corredor que va desde 7,5% hasta 8,5%, rango que se mantiene incambiado para el futuro.

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 tomada por el Banco Central del Uruguay el pasado 16 de septiembre por la cual se reducen los encajes, tanto en pesos como en moneda extranjera, en 5% a partir del primero de octubre próximo, implicará una liberación de recursos líquidos del orden de los \$2.570 millones y de USD 470 millones. Con el fin de que la mencionada reducción no dificulte el normal desempeño de los mercados de dinero y de divisas, el Banco Central decidió ofrecer en licitación un monto extraordinario de Letras de Regulación Monetaria por S 2.500 millones a diversos plazos y dispuso que los bancos que lo deseen puedan retirar la liberación de encajes en dólares o en moneda nacional.