



Informe de Política Monetaria

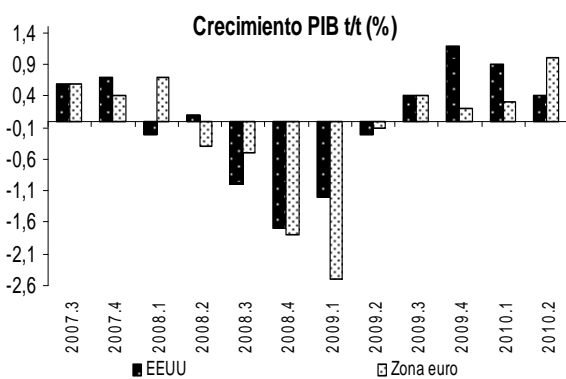
Setiembre 2010



El contexto macroeconómico de la política monetaria

1.1 La situación internacional y regional

La recuperación de la economía global está resultando más débil de lo que el consenso de los analistas esperaba. En el tercer trimestre del año continuaron percibiéndose señales de desaceleración, en particular en las economías desarrolladas. Por ese motivo, la Reserva Federal de EEUU, el Banco de Japón y en menor medida el Banco Central Europeo, han venido anunciando en sus últimos comunicados su intención de profundizar el sesgo expansivo de la política monetaria, en caso de que la actividad continúe deteriorándose. El espacio para responder con política fiscal anticíclica, por su parte, se ha vuelto más estrecho habida cuenta de los abultados déficit fiscales en que incurrieron los gobiernos para enfrentar la crisis.



Fuente: BEA, Eurostat.

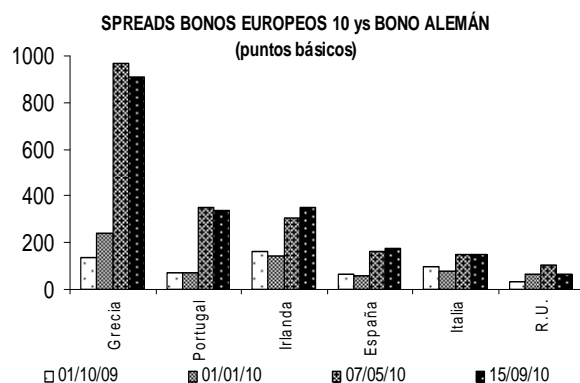
En EEUU, la actividad presenta claros indicios de desaceleración, de acuerdo con el *Beige Book* de la Fed correspondiente a setiembre. En ese sentido, la estimación de crecimiento del segundo trimestre fue revisada a la baja, reduciéndose a 1.6% anualizado en términos desestacionalizados, desde el 2.4% estimado inicialmente. Por su parte, los primeros datos del tercer trimestre, como ser los índices líderes de actividad, el mercado inmobiliario, la industria manufacturera y la evolución de inventarios, también muestran señales de enlentecimiento.

El consumo constituye el 70% de la demanda agregada en EEUU, por lo que su evolución resulta crítica para determinar la trayectoria futura del PIB. La pérdida de riqueza, dificultades en el mercado de trabajo y restricciones en el acceso al crédito, deterioraron la capacidad de los consumidores de contribuir significativamente al crecimiento. Todos estos factores generaron la necesidad de reducir el

endeudamiento por parte de los hogares. Este proceso podría tardar años en completarse, lo que mantendría el crecimiento por debajo del potencial hasta 2012. En este contexto, el consenso de los analistas continúa proyectando una tasa de crecimiento de 3% en 2010, aunque se redujo el crecimiento esperado en 2011 a 2.8%. Paralelamente la probabilidad de una recaída del nivel de actividad ha aumentado.

La Comisión Europea, por su parte, elevó la proyección de crecimiento para la **Zona Euro** a 1.7% en 2010, como consecuencia de la fuerte expansión alemana del segundo trimestre. La cifra casi duplica la proyección anterior publicada en mayo. De todos modos, la CE aguarda que la actividad se ralentice en la segunda parte del año. Esto se debe al impacto que el bajo crecimiento de EEUU tendrá sobre las exportaciones, la entrada en vigor de los planes de consolidación fiscal y la persistencia de tensiones en el mercado financiero. Los analistas, en tanto, también modificaron al alza su proyección de crecimiento económico para la UE tanto para 2010 como para 2011, estimando dichas tasas en 1.45% y 1.35%, respectivamente (aunque con una gran dispersión entre los distintos países).

Con respecto al sector financiero, las dificultades de algunos bancos irlandeses y el cronograma de refinanciación por parte de los países de la periferia europea, elevaron los *spread* soberanos en relación a los bonos alemanes. En la mayoría de los casos se ubica en los niveles previos al 10 de mayo, fecha en que tuvo lugar el lanzamiento del paquete de asistencia del FMI y la UE.

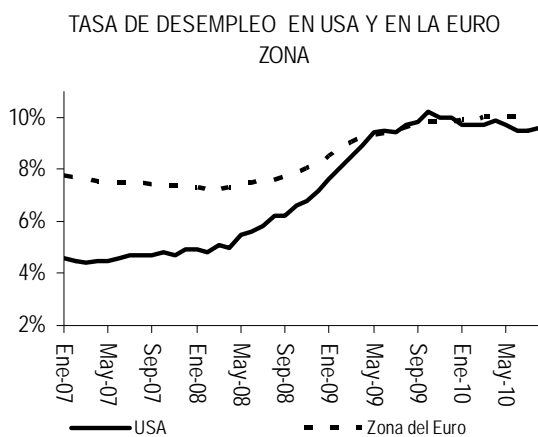


Fuente: J.P. Morgan

Asimismo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea anunció las principales modificaciones de la regulación prudencial, que constituyen el núcleo de la reforma financiera que será presentada en la reunión del G20 a efectuarse en noviembre. Los cambios apuntan a obligar a los bancos a aumentar su capital

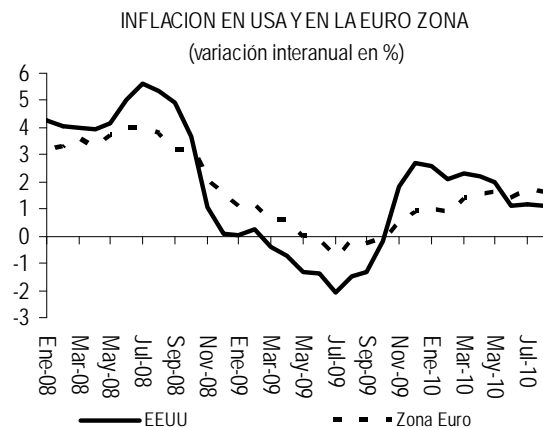
en cantidad, calidad y liquidez, procurando potenciar la capacidad de las instituciones para hacer frente a las pérdidas. Además, se incluye un elemento contracíclico –mayor provisión de capital en momentos de auge-, penalización contra los bancos cuya eventual quiebra implique riesgos sistémicos y se brinda la potestad al regulador de restringir el pago de dividendos y premios en caso de que el capital caiga por debajo del 7% del activo ajustado por riesgo. Adicionalmente, se define con mayor precisión la calificación del capital. Si bien estos mayores requerimientos podrían redundar en un mayor enlentecimiento de la economía, su implantación total no se haría efectiva hasta el año 2019.

El mercado laboral tanto en la UE como en EEUU se mantiene débil. En ese sentido, en EEUU la generación de empleo privado se resintió, luego de leves mejoras observadas algunos meses atrás que no alcanzaron a reducir la tasa de desempleo, que volvió a incrementarse llegando a 9.6% en agosto. Por su parte, la tasa de desempleo de la UE se mantuvo en 10% en julio. Dicha tasa promedio esconde la significativa divergencia existente entre las economías más dinámicas (lideradas por Alemania, con una tasa de desocupación de 6.9%) y las economías periféricas (España por caso, tiene una tasa de desempleo superior al 20%).



Fuente: BLS, Eurostat

Las reducidas tasas de crecimiento registradas y esperadas en las economías desarrolladas, combinadas con la baja utilización de recursos, mantiene la inflación en niveles muy bajos, con riesgos de deflación. Como respuesta, se espera que los principales bancos centrales del mundo mantengan las tasas de política monetaria bajas durante los próximos trimestres, a lo que se sumarían nuevas medidas de expansión monetaria.



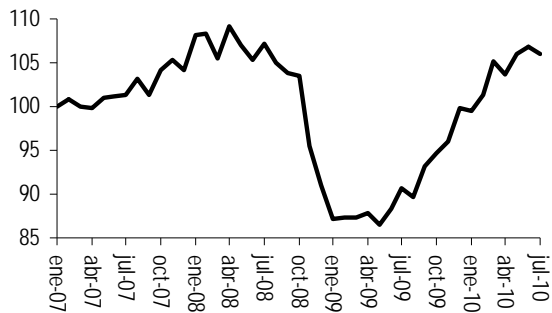
Fuente: BLS, BCE.

En **China** entretanto, se registró una desaceleración de la actividad, que si bien fue leve en el segundo trimestre, podría agudizarse en el segundo semestre del año, conforme el gobierno retire las medidas de estímulo tomadas en los trimestres precedentes para paliar el descenso de la demanda externa. No obstante, la disminución de las presiones inflacionarias en el primer semestre – pese a que el precio de los alimentos continuó creciendo – restó urgencia al retiro de estímulos por parte del gobierno.

Los últimos datos continúan mostrando la existencia de desbalances globales en cuenta corriente –China con superávit y EEUU deficitario. Si bien las autoridades chinas son conscientes de la necesidad de reestructurar el modelo de crecimiento hacia uno con mayor consumo doméstico, las reformas llevarán tiempo en implementarse, por lo que los desequilibrios globales persistirán por un buen tiempo. Los datos del tercer trimestre indican que la economía china se estaría estabilizando en torno a un crecimiento de 8% anual (tanto para lo que resta del año como para 2011). El débil crecimiento esperado en las economías desarrolladas, supone un riesgo para China, en la medida en que el gasto doméstico aún no es lo suficientemente vigoroso como para impulsar la demanda agregada.

El **comercio mundial** mostró un decrecimiento en julio de 0.8% desestacionalizado con respecto a junio, de acuerdo al *World Trade Monitor* del CPB de Holanda.

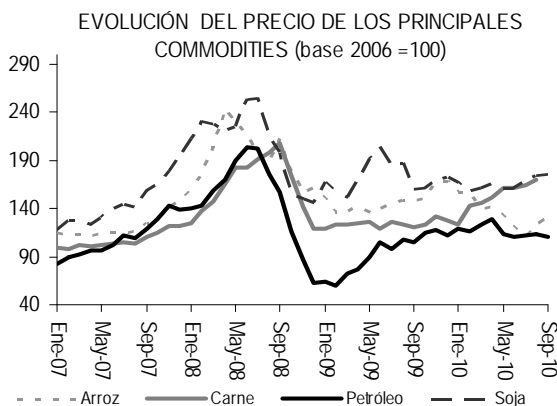
**VOLUMEN DE COMERCIO MUNDIAL
DESESTACIONALIZADO (Ene 2007=100)**



Fuente: CPB

Complementariamente, el indicador de transporte *Baltic Dry Index*, que aproxima los flujos comerciales globales, también presenta señales de escaso dinamismo durante los últimos trimestres.

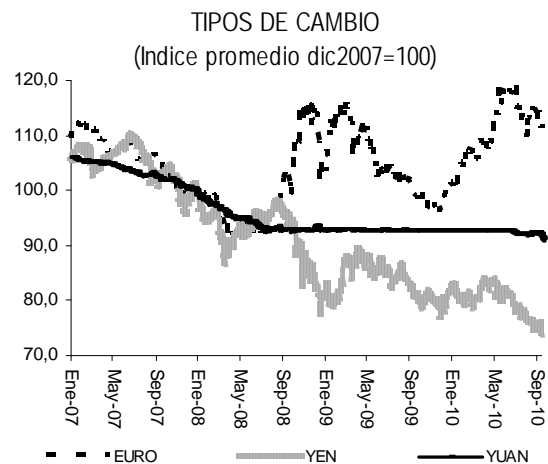
Los precios de los *commodities* que Uruguay exporta crecieron moderadamente durante los primeros nueve meses del año en términos interanuales. Se prevé que los precios agrícolas se mantengan en el entorno de los actuales niveles durante el resto de 2010, con cierta inclinación al alza. Esta evolución sería explicada por acopio de *commodities* por parte de China. Por lo tanto, un eventual cambio en la política de acumulación de *stocks* por parte de dicho país podría hacer variar esta trayectoria. 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 del consumo de los emergentes y del desarrollo de los biocombustibles. Por su parte, el precio del petróleo West Texas descendió levemente en el trimestre móvil cerrado en setiembre en relación



Fuente: Bloomberg e INAC

al anterior y se ubicó en promedio en 75 USD el barril. Se estima que este descenso es transitorio y que a fin de año se ubicaría en el entorno de USD 80 el barril.

En los últimos días de setiembre el dólar se desvalorizó frente a las principales monedas, como resultado del enlentecimiento en EEUU y del consecuente anuncio por parte de la Fed respecto a que podría retomar una política monetaria expansiva. Ello provocará presiones al alza en las monedas emergentes que ya se materializaron en los días posteriores a la reunión de la Reserva Federal. La persistencia de los desequilibrios globales, a su vez, generó nuevas presiones políticas por parte de EEUU, para que China permita una revaluación mayor de su moneda. Si bien el gobierno chino en el último trimestre permitió una leve apreciación del yuan en relación al dólar, la misma es considerada insuficiente por EEUU. Por otro lado, China está diversificando su excedente hacia la compra de títulos de Japón y Corea del Sur. Ello determinó que el yen japonés en las últimas semanas tocara su máximo valor frente al dólar en quince años.

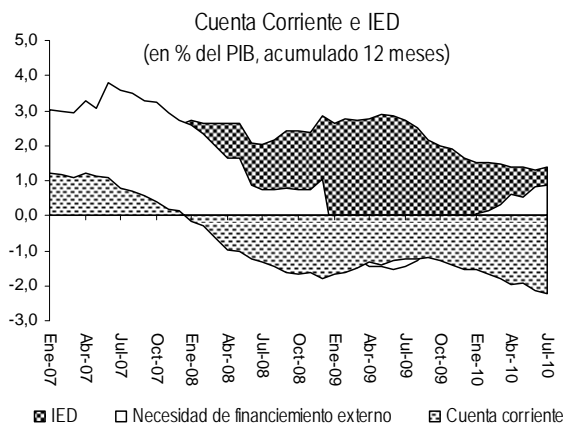


Fuente: Bloomberg

En **Brasil** el nivel de actividad creció 8.9% con respecto al mismo período del año anterior durante el primer semestre. En el segundo trimestre, el crecimiento fue 1.2% desestacionalizado, liderado por el sector agropecuario y en menor medida por la industria manufacturera.

Del lado del gasto, el consumo se incrementó 6.7%, lo que se debió al aumento del salario real y del crédito a las personas físicas. La formación bruta de capital fijo se incrementó en 26.5%, aumento récord desde 1996. La expansión de la producción, el alto nivel de importaciones de maquinaria y equipo, y una tasa de interés que se mantuvo por un período prolongado en niveles bajos propiciaron ese aumento. Al mismo tiempo, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 7.3% en tanto que las importaciones lo hicieron en 38.8%.

En la misma dirección, el déficit de la cuenta corriente aumentó, ubicándose en 2.2% del PIB en el año cerrado a julio. Es probable que esta tendencia continúe en los próximos meses. El fuerte ingreso de capitales ha permitido financiar holgadamente el desequilibrio en cuenta corriente, al tiempo que ha constituido una presión para la apreciación del tipo de cambio nominal. Se espera que el ingreso de capitales se mantenga, en el marco de la percepción general de que Brasil mantiene fundamentos sólidos, junto con políticas económicas que se volverán más expansivas en el mundo desarrollado.



Fuente: BCB

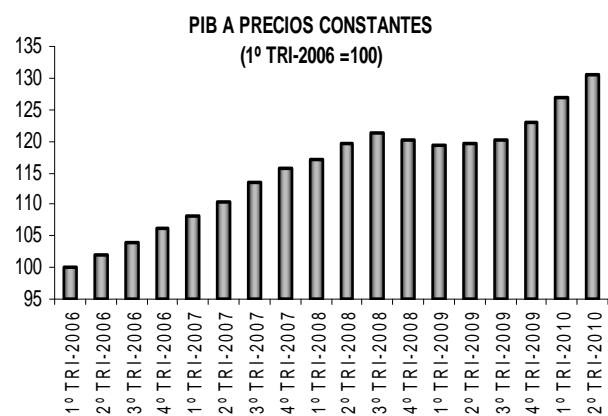
Los indicadores fiscales permanecieron estables. El déficit global del sector público se ubicó en 3.3% del PIB en el año móvil finalizado en julio. El fuerte crecimiento del PIB (y por ende de la recaudación) logró suavizar los efectos del incremento del gasto.

A pesar del fuerte crecimiento del nivel de actividad, del incremento de la absorción interna, del aumento del salario real y de la fuerte expansión del crédito, el COPOM mantuvo la tasa Selic en 10.75%, nivel que se estima permanecerá estable hasta fin de año. De todos modos, el relevamiento realizado por el BCB muestra un leve incremento en la inflación esperada por los analistas durante las últimas semanas, que alcanza el 5.05% en 2010 y 4.94% para 2011.

Se estima que Brasil crecerá en el entorno 7% en 2010, lo que implica una leve desaceleración en la parte final del año. Brasil continúa siendo el primer destino de nuestras exportaciones de bienes con una participación en el acumulado de los primeros ocho meses del año cercana al 20%.

La **economía argentina** por su parte, creció 9.4% durante el primer semestre del año en términos interanuales. En el segundo trimestre la economía aceleró su crecimiento, alcanzando el 11.8% con respecto al mismo período de 2009. Las razones que

explican esta fuerte reactivación son la baja base de comparación – 2009 fue un año de menor actividad –, el fuerte crecimiento de los países emergentes que aumentan la demanda por alimentos y otros bienes exportados por Argentina. Asimismo, también contribuyó al crecimiento la muy buena cosecha agrícola que supera en más de 50% a la del año pasado; la mencionada reactivación de Brasil (que explica la suba de 57% interanual en las exportaciones de autos a dicho destino entre enero y julio) y las políticas del gobierno, que impulsan tasas reales de interés negativas y generan bajas expectativas de devaluación, lo que facilitó un sustancial incremento del consumo.



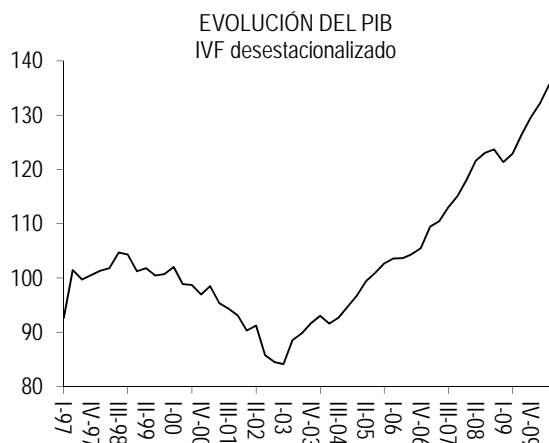
Fuente: INDEC

Sin perjuicio de lo anterior, la economía muestra indicios de desaceleración: junio y julio fueron meses de menor crecimiento donde la mayoría de los indicadores exhibió una moderación en el ritmo de crecimiento interanual o incluso una caída con respecto al mes anterior, con excepción de la producción automotriz.

1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad

El nivel de actividad se continuó expandiendo durante el segundo trimestre del año reflejando un creciente dinamismo de la economía. En efecto, el PIB creció 2.6% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, mientras que el incremento registrado durante el primer trimestre fue 2.0%. En términos interanuales el crecimiento del producto fue de 10.4%, constituyendo una de las tasas más elevadas en más de diez años.



Este comportamiento tuvo lugar, como ya se vio, en un marco de fuerte crecimiento de los países de la región y de otras economías emergentes, en un contexto de desaceleración del crecimiento y de mayor incertidumbre en cuanto a la evolución de las economías desarrolladas.

Oferta y utilización finales

Al cabo del segundo trimestre del año, la oferta final de bienes y servicios de la economía se expandió como resultado del crecimiento del PIB y de mayores importaciones. El mayor dinamismo económico junto con la aceleración en el crecimiento del gasto privado, determinaron el aumento de las compras de bienes al exterior en todas las categorías económicas. En particular se destaca el aumento en las importaciones de maquinaria y equipos y de bienes de consumo.

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento de la economía con respecto al primer trimestre estuvo impulsado por la mayoría de los sectores, a excepción del sector Agropecuario y Electricidad, gas y agua. En cuanto al primero, el menor nivel de actividad fue consecuencia de un descenso en el área sembrada y de una menor producción de la ganadería vacuna. Por su parte, la caída del sector de Electricidad, gas y agua se produjo por una menor generación hidráulica de electricidad en relación al primer trimestre.

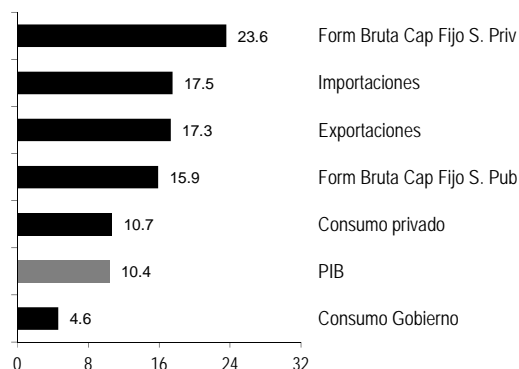
Con respecto al resto de los sectores de actividad, se destaca el aumento de Transporte y Comunicaciones, explicado por la expansión de la telefonía celular y de la transmisión de datos, así como también por el dinamismo de todas las actividades incluidas en el sector transporte. En segundo lugar, el crecimiento de Comercio, Restaurantes y Hoteles se debió principalmente a la actividad comercial (automotores y productos importados en general). El sector de la

Construcción también contribuyó al crecimiento del PIB, debido al aumento de la construcción privada.

La Industria Manufacturera mostró una menor incidencia en el crecimiento de la actividad, registrando una desaceleración respecto al crecimiento observado durante los primeros tres meses del año. Esto se asocia en gran medida a restricciones de oferta de algunos sectores, en particular de los frigoríficos debido a la escasez de ganado gordo, originada por los efectos de la sequía del año pasado.

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento de la economía estuvo impulsado principalmente por el dinamismo de la demanda interna y en particular del sector privado. En efecto, el aumento del gasto privado (en consumo e inversión fija) superó a la tasa de crecimiento registrada por el total de la economía y explicó 9.9 puntos porcentuales de la misma. Por su parte, el gasto público se mantuvo estable respecto a un año atrás. La demanda externa también colaboró, aunque en menor medida, a aumentar el nivel del producto.

PIB POR COMPONENTES DEL GASTO
Variación i.a. (%) II trim 2010



El crecimiento del Consumo Privado se dio a instancias de un aumento sostenido en el ingreso real de los hogares y una creciente expansión del crédito. Al igual que en los primeros tres meses del año, se destaca un importante dinamismo en el consumo de bienes duraderos de origen importado.

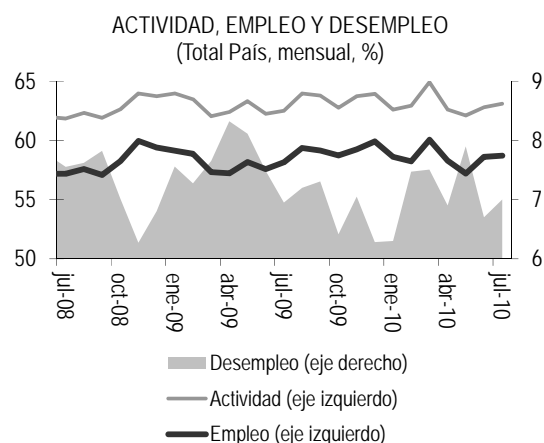
La Formación Bruta de Capital Fijo también mostró un mayor dinamismo como consecuencia de las inversiones llevadas a cabo por el sector privado en maquinaria y equipo, que compensaron la caída registrada en la inversión pública. La tasa de inversión se situó en 19.2% en el año móvil a junio, nivel similar al registrado en el año 2009.

Las exportaciones de bienes y servicios se expandieron como resultado de mayores ventas de bienes (productos agrícolas, carnes, productos de aserradero, cueros elaborados, automotores y lácteos). En cuanto a los destinos, se destaca el aumento de las ventas hacia Brasil (productos de caucho y plástico), Argentina (autopartes), China (soja) y Rusia (carne).

1.2.2 Empleo e Ingresos

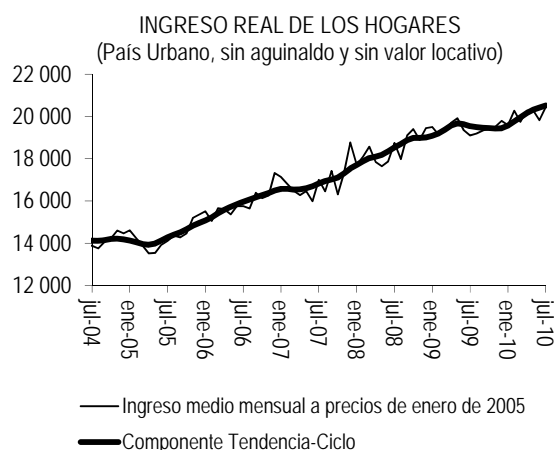
La tasa de desempleo continuó ubicándose en niveles históricamente reducidos, situándose en 7% en julio para el total del país. Fue el resultado de un aumento respecto al mes anterior en el interior del país (de 6.5% a 7.4%) que compensó en exceso la reducción registrada en Montevideo (7.2% a 6.5%). En relación a igual período de 2009 se mantuvo incambiada.

La cantidad de personas empleadas en las localidades de 5000 o más habitantes, continuó incrementándose en términos de tendencia-ciclo. La mayoría de los sectores de actividad contribuyeron al aumento del empleo. Las excepciones fueron Comercio, Hoteles y Restaurantes, sector con la mayor cantidad de ocupados de la economía, que se mantuvo estable en los últimos tres meses; e Industrias Manufactureras, Electricidad, Gas y Agua que continuó mostrando una caída en el nivel de empleo. Esto último deriva de las dificultades que sufren principalmente los frigoríficos, curtiembres y el sector textil. Como se mencionó, aunque la retracción de la faena es habitual en esta época del año, ahora se agudizó la escasez de ganado para faenar como consecuencia de la sequía ocurrida el año pasado. La industria del cuero también sufre la falta de materia prima por la menor faena y la caída de la demanda desde el exterior, en particular, del mercado automotriz que aún no ha logrado superar totalmente los efectos de la crisis internacional.



Respecto a las características de la ocupación, el subempleo representó en julio 8.8% de la población ocupada, manteniéndose estable tanto en relación al mes anterior como a igual mes de 2009. Por otro lado, el no registro fue 32.5%, aumentando 2.2% respecto a junio pero sin cambios sustanciales respecto a igual mes del año anterior.

El número de beneficiarios del subsidio por desempleo continuó en ascenso. En julio totalizaron 24.972 personas en esta situación. Consistentemente con los datos de empleo el aumento se observó fundamentalmente en el interior del país. Sin embargo, en Montevideo tampoco se ha logrado reducir a los niveles previos a la crisis internacional. A nivel sectorial el aumento se explica por Industrias Manufactureras. Las solicitudes también continuaron en aumento, con lo cual se espera que en agosto vuelva a incrementarse el número de los beneficiarios del subsidio por desempleo.

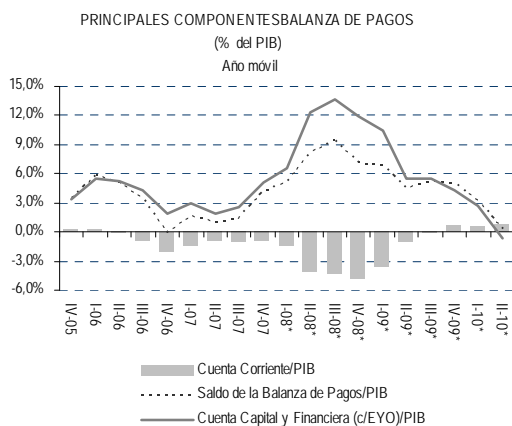


En el primer semestre del año el poder adquisitivo de los hogares continuó en aumento (1.8% respecto a igual período de 2009). De acuerdo a las fuentes de ingresos, este crecimiento se explicó

fundamentalmente por la evolución de los salarios y en menor medida por los ingresos por cuenta propia.

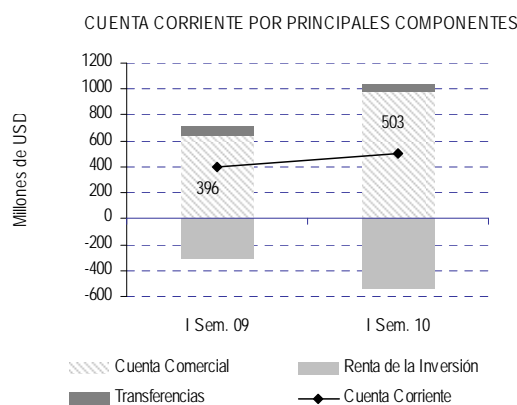
1.2.3 Sector externo

Los datos de la Balanza de Pagos a junio de 2010 confirman la tendencia experimentada por el sector externo uruguayo desde setiembre del año 2008. El saldo en Cuenta Corriente registró un superávit de 0.9% del PIB en los doce meses móviles cerrados en junio de 2010 mientras que los activos de reserva aumentaron 0.2% del PIB.

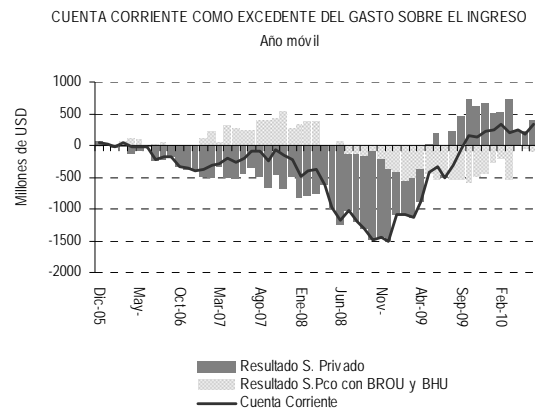


La cuenta corriente

En el primer semestre del año el aumento en el superávit de Cuenta Corriente, en comparación con igual lapso del año anterior, fue consecuencia del aumento del saldo comercial (pasó de un superávit de USD 644 millones en enero-junio de 2009 a un superávit de USD 976 millones en el mismo período de 2010). Este incremento compensó ampliamente el aumento de más de USD 200 millones en el déficit del rubro "Renta", cuyo saldo alcanzó los USD 538 millones en el primer semestre del año.



El resultado en cuenta corriente es en buena medida consecuencia del comportamiento del sector privado, que muestra un excedente de ingresos sobre sus gastos.



Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios continuaron aumentando a una tasa creciente. Mientras las exportaciones, en el primer semestre del año en curso, superaron los USD 5200 millones (crecieron 24.5% en valores corrientes respecto a igual período de 2009), las importaciones alcanzaron USD 4300 millones (aumentaron 19.6%).

El importante crecimiento de los valores de mercancías exportadas e importadas se debió en mayor medida al incremento de volúmenes comercializados, si bien los precios de las mercaderías transadas también aumentaron durante el primer semestre del año, en la comparación interanual.

	COMERCIO EXTERIOR (1)			
	2009		2010	
	I Trim.	II Trim.	I Trim.	II Trim.
Exportaciones FOB				
Valores	-17%	-11%	19%	32%
Precios (2005 =100)	-8%	-12%	5%	6%
Volúmenes IVF (2005=100)	-10%	1%	13%	25%
Importaciones CIF				
Valores	-24%	-38%	18%	24%
Precios (2005 =100)	-16%	-23%	5%	4%
Volúmenes IVF (2005=100)	-10%	-20%	13%	19%

1) Incluye el comercio desde y hacia Zona Franca

Los servicios, al igual que los bienes, presentaron un comportamiento dinámico a lo largo del semestre,

expandiéndose tanto las exportaciones como las importaciones, 15% y 13% respectivamente.

El aumento del déficit del rubro "Renta", que pasó de USD 314 millones en el primer semestre de 2009 a USD 538 millones en el primer semestre de este año, fue producto básicamente del resultado del Sector Privado. El mismo registró menores intereses cobrados, conjuntamente con mayores resultados financieros de las empresas de inversión extranjera directa, debido en parte a la recuperación de la demanda externa e interna.

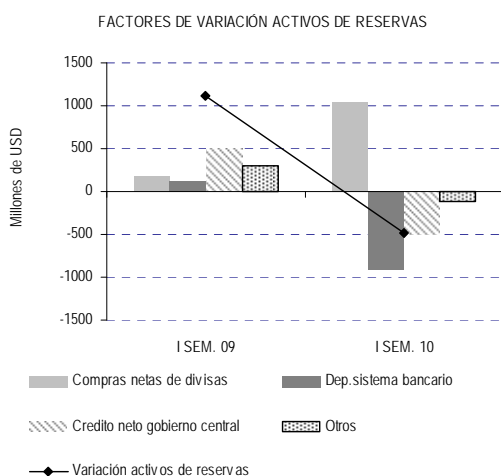
La cuenta capital y financiera

En el segundo trimestre del año se aceleró la salida de fondos que ya se venía verificando desde el primer trimestre, superándose la cifra de USD 800 millones, básicamente originado por un aumento de activos con el exterior del sector público no financiero.

Mientras se registró un ingreso neto en concepto de inversión extranjera directa (USD 750 millones), los movimientos por inversión de cartera y otra inversión registrados significaron una salida, fundamentalmente por las operaciones del sistema financiero privado.

Variación de Activos de Reserva

A junio de 2010 el stock de activos de reservas del BCU superó los USD 7.500 millones, reduciéndose USD 471 millones en los seis primeros meses del año. En el primer trimestre se registró un aumento de USD 108 millones y en el segundo una disminución de USD 579 millones.

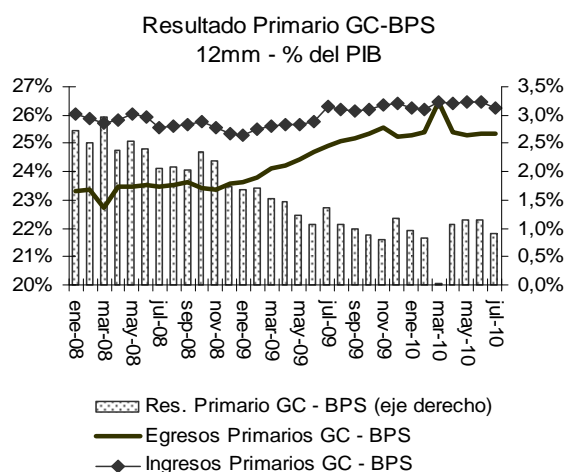


Esta reducción obedeció a cambios en la normativa de encajes, lo que provocó una disminución de los depósitos de las instituciones financieras en el Banco Central.

1.2.4 Finanzas Públicas

La relación entre el comportamiento de este sector y la inflación se canaliza, por un lado, a través del impacto que ejerce sobre la demanda agregada – directamente a través del gasto público y en forma más indirecta a través del efecto de la recaudación sobre el ingreso personal disponible y en consecuencia sobre el gasto corriente privado. Por otro lado, por el riesgo asociado a las necesidades de financiamiento y la estructura del mismo.

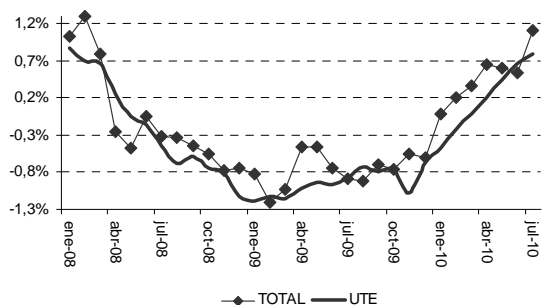
En este sentido, el aspecto saliente a notar es la reducción que ha experimentado en los últimos meses el déficit del sector público, junto a una relativa estabilidad del gasto primario en relación al PIB.



El resultado primario del Sector Público No Financiero, se ubicó en 1.9% en el año móvil finalizado en julio, luego de alcanzar un mínimo de 0.5% del PIB en los doce meses a octubre de 2009, como consecuencia del impacto de la crisis internacional y de la sequía sobre el costo de generación de energía eléctrica.

La recomposición del resultado primario corriente de las empresas públicas explica la totalidad de la mejora del resultado fiscal señalada. Por su parte, la recaudación del Gobierno Central y BPS se mantiene en el entorno del 20% y 6% del PIB respectivamente.

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



El financiamiento del sector público se orienta a una estructura que compatibilice las condiciones internacionales imperantes con la perspectiva de sostenibilidad de largo plazo que requiere el mantenimiento de la estabilidad de precios en un horizonte temporal extendido. De esta forma, superado el momento de mayor deterioro de las expectativas de los inversores internacionales con respecto a los mercados emergentes, se retoma la estrategia de priorizar la deuda soberana frente a la contratada con organismos internacionales. A su vez, y consistentemente con la estrategia de reducción de las vulnerabilidades frente a los shocks externos, predomina la emisión de deuda nominada en moneda nacional.

La gestión del financiamiento debió compatibilizarse con otros aspectos de la política macroeconómica. En ese sentido, se destaca la reducción de la obligación de encajes en moneda extranjera y las presiones que ejerce sobre los mercados de cambio de los países emergentes la recuperación de la credibilidad de los inversores. Los encajes habían sido incrementados precautoriamente y en forma transitoria en el período previo a la crisis internacional. Posteriormente esta medida fue revertida.

Esta pérdida de financiamiento del sector público no resintió el nivel de activos externos, sino que, por el contrario, el *stock* a julio de 2010 se incrementó. Ello fue consecuencia de las intervenciones realizadas en el mercado de cambios, en un contexto de abundancia de financiamiento en los mercados internacionales.

2 La Política Monetaria en el tercer trimestre de 2010

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

El Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió el 24 de junio mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6.25% con el objetivo de alcanzar el rango de inflación meta definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica entre 4% y 6% para un horizonte de 18 meses.¹

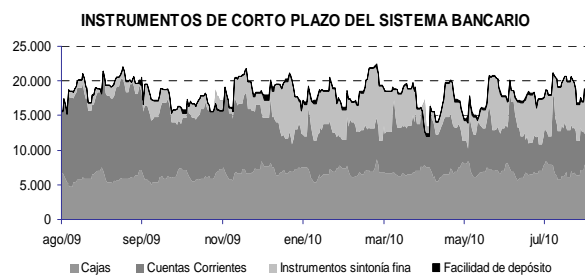
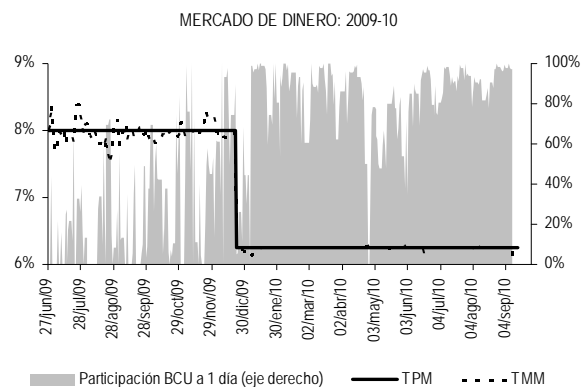
En el Comunicado del COPOM se manifiesta “la necesidad de mantener un claro equilibrio entre los objetivos de la estabilidad de precios y de la capacidad competitiva de la economía uruguaya”. Asimismo, se establece preocupación por las presiones inflacionarias derivadas del contexto internacional producidas por el incremento de la demanda de los países emergentes, y del doméstico en virtud de las importantes tasas de crecimiento y el nivel históricamente bajo del desempleo.

Por otra parte, el mencionado Comunicado señala que el mantenimiento de la TPM en el nivel de 6.25% es “consistente con una estructura de tasas de interés adecuada en términos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria”.

En función de lo establecido por el COPOM, el BCU gestionó los instrumentos de política monetaria para lograr condiciones de liquidez en el mercado de dinero acordes con los lineamientos.

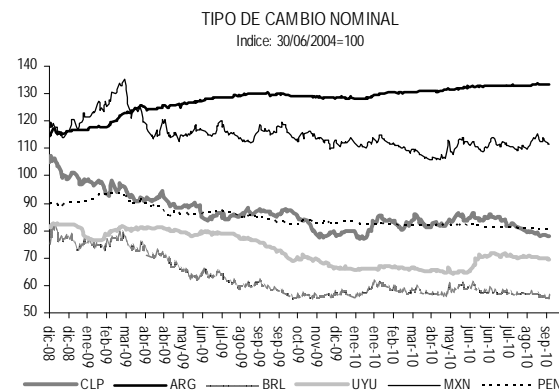
Ubicar la tasa la Tasa Media de Mercado (TMM) en el nivel pautado por la TPM requirió una intensa participación del BCU en el mercado de dinero, tal como viene sucediendo desde comienzos de 2010, a causa de los elevados niveles de liquidez imperantes en el mercado.² Como fuera mencionado en informes anteriores, la elevada participación se corresponde 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 (como la facilidad de depósito, los Certificados de Depósitos emitidos por el BCU y

préstamos realizados a la autoridad monetaria en el mercado Call).



Los referidos instrumentos –denominados de sintonía fina– se constituyen en la variable de cierre de la brecha entre oferta y demanda de liquidez, esto es, los instrumentos utilizados en la gestión de la política monetaria una vez que se han realizado las colocaciones de títulos de mediano y largo plazo sin los cuales no hubiese sido posible sostener la tasa de mercado en los niveles deseados.

En el tercer trimestre, el principal factor expansivo de la liquidez fueron las compras de divisas que realizó el consolidado BCU-GC.³



¹ El rango mencionado estará vigente a partir de junio de 2011, hasta entonces rige un rango de 3% a 7%.

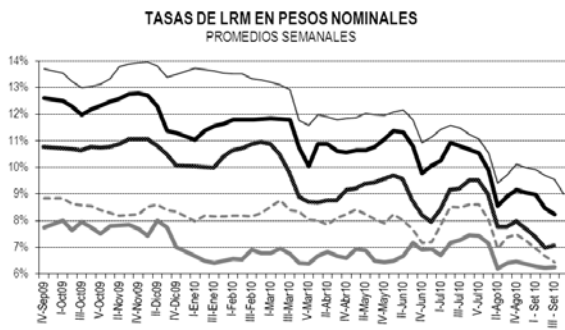
² La Tasa Media de Mercado (TMM) incluye las tasas de las siguientes operaciones: Call interbancario, Call Giro, CDs a un día emitidos por el BCU, y REPOS y REPES a un día realizados por el propio BCU.

³ Al 27 de setiembre las compras de divisas de BCU+GC acumuladas en el año alcanzan USD 1.600 millones.

En lo que va del tercer trimestre, el Gobierno Central, estuvo acumulando disponibilidades, por lo que se constituyó en el principal factor contractivo de oferta monetaria, totalizando en julio y agosto \$ 3.574 millones.

Por su parte, la gestión de la liquidez que realizó la autoridad monetaria requirió el incremento del stock de títulos de mediano y largo plazo. Dicho stock se incrementó en lo que va del trimestre casi \$ 3.000 millones⁴, lo que incluye Letras de Regulación Monetaria y Notas del BCU, que están nominadas en pesos y en Unidades Indexadas (UI).

Si bien en el trimestre las tasas de referencia a un día no sufrieron modificaciones, si lo hicieron las tasas pagadas en las licitaciones de las LRM. Luego de un aumento transitorio que sufrieran a comienzos del tercer trimestre las tasas de los mencionados instrumentos han descendido.

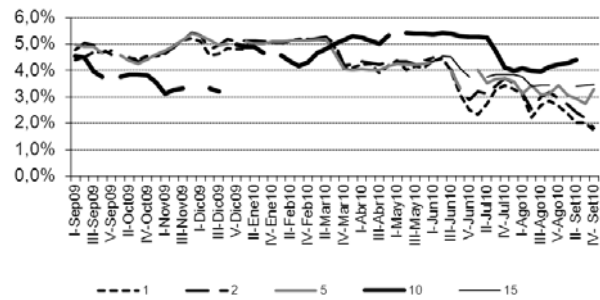


En la misma línea han evolucionado las tasas de los títulos en unidades indexadas (UI), pero evidenciando una caída algo menor a la verificada por las tasas en pesos nominales.

En el tramo más largo de la curva, se verificó el anunciado reperfilamiento de la estrategia de endeudamiento del BCU según la cual la Autoridad Monetaria fue sustituida por el Gobierno Central, quien ha emitido títulos a 5, 10 y 15 años.

⁴ Dato considerando información hasta el 27 de septiembre.

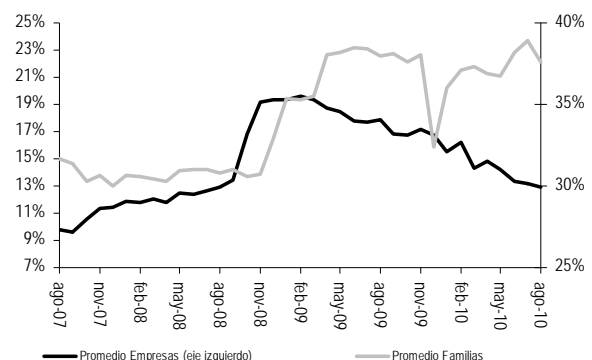
TASAS DE LRM Y NOTAS EN UI
PROMEDIOS SEMANALES



Como se menciona habitualmente en este informe, 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 de la política monetaria vía demanda agregada.

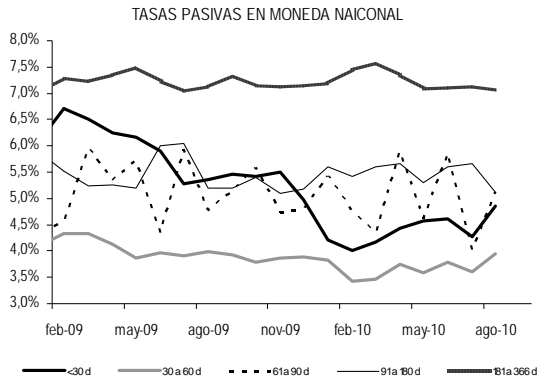
Las tasas activas cobradas a empresas mostraron una tendencia decreciente desde comienzos de año, en línea con lo sucedido con las tasas pagadas por la LRM a menor plazo. Estos títulos son la referencia más relevante para este tipo de préstamos, que en su gran mayoría son concedidos a plazos cortos (2 o 3 meses en promedio), y constituyen el segmento más competitivo del mercado de crédito bancario. En los créditos a familias se alternaron aumentos con caídas.

TASAS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL



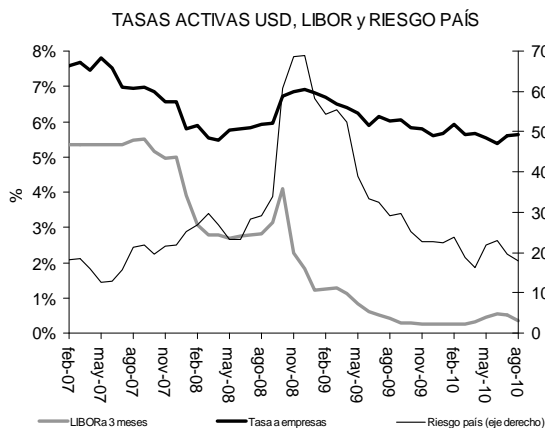
Las tasas pagadas por los depósitos a plazos cortos, que son los que más pesan en el total, mostraron un comportamiento volátil durante el tercer trimestre del año. Sin perjuicio de ello, en agosto estas tasas se ubicaron en niveles muy similares a los de diciembre de 2009, cuando las tasas interbancarias a un día estaban en niveles notoriamente más altos (en torno a 8%). Este comportamiento podría estar asociado al

proceso de reducción de encajes iniciado a fin del año pasado, que implicó una caída de los costos de fondeo de las instituciones, permitiéndoles pagar tasas un poco más atractivas por los depósitos recibidos sin pérdidas de rentabilidad.



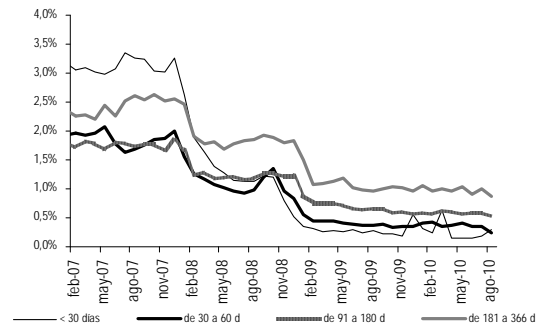
En economías con un alto grado de dolarización como es el caso de la economía uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, que es la moneda en la cual aún se pactan la mayoría de las operaciones en moneda extranjera.

Las tasas activas en dólares se mantuvieron estables en el tercer trimestre, en torno a niveles muy similares a los que se registran desde comienzos de 2010. Estas tasas aún no han reaccionado al descenso del Riesgo País que se verificó en los últimos meses, ni tampoco a la caída de los costos de fondeo que trajo consigo la reducción de los encajes.



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.

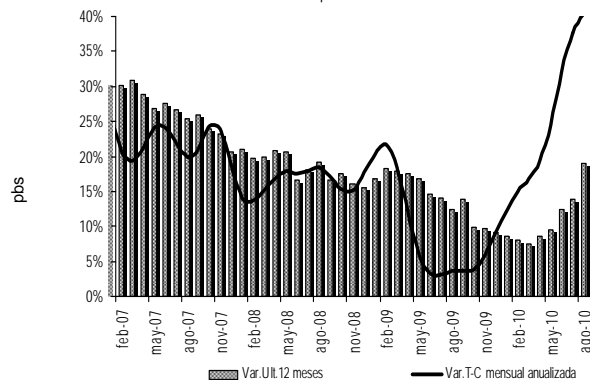
TASAS PASIVAS EN USD



2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios⁵

El crédito en moneda nacional se expandió fuertemente durante los primeros ocho meses 2010, en un marco de recuperación de la actividad económica –que induce una mayor demanda de fondos–, de un abaratamiento del crédito en pesos, y del lanzamiento de nuevas líneas por parte de varias instituciones, seguramente influidas por los fondos disponibles aportados por la reducción de encajes. El componente tendencia-ciclo de la serie de crédito, medido en términos reales, aumentó en los últimos meses a tasas anualizadas próximas a 40%, mientras que las tasas interanuales, que captan los cambios de tendencia con un semestre de rezago, se ubicaron en casi 19%.

CREDITO AL SECTOR PRIVADO EN M.N.: BROU Y BP en pesos constantes

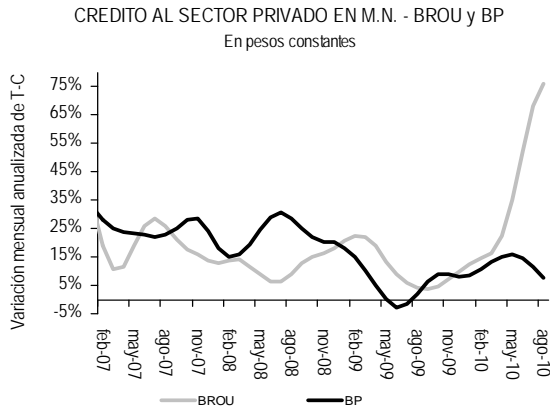


La caída de los costos reales del crédito se debió a dos factores: el descenso de las tasas activas que se analizó en el apartado anterior, y el aumento de las expectativas de inflación.⁶

⁵ Los datos presentados en esta sección llegan hasta agosto.

⁶ En el transcurso de 2010 las Encuestas del BCU fueron mostrando, en tendencia, un aumento de las expectativas de inflación para distintos horizontes.

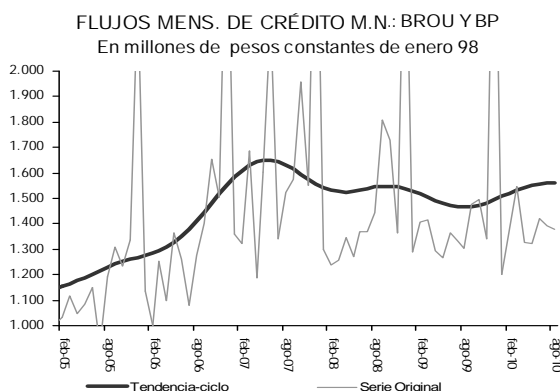
El crecimiento del *stock* de préstamos en moneda nacional se produjo tanto en el BROU como en la Banca Privada (BP). En este último caso la expansión crediticia, aunque generalizada, resulta más moderada. En el BROU el crecimiento del crédito en



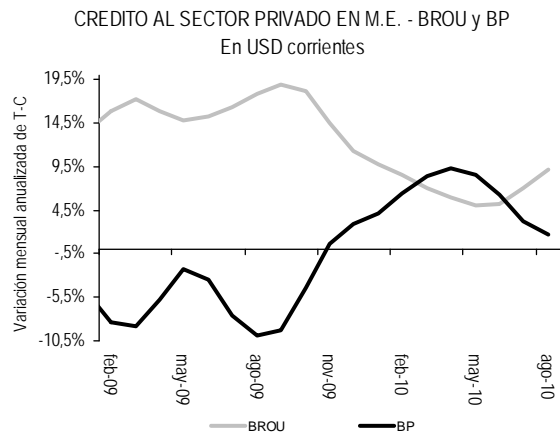
moneda doméstica se ubicó en los últimos meses por encima del 70% anualizado, mientras que en BP el incremento se situó en 8%.

Los datos de flujos mensuales de crédito, medidos en valores constantes, también muestran un crecimiento en 2010, aunque en este caso la expansión no fue tan significativa. Esta medición, si bien resulta complementaria a la de stocks, presenta varias limitaciones que deben ser tenidas en cuenta. La primera de ellas es que no incorporan los créditos en UI, que están teniendo una importancia creciente. La segunda es que si los créditos que aumentan a un ritmo importante son los que se conceden a largo plazo, la medición en flujos sólo se ve afectada el mes en que son otorgados y no durante toda su vigencia. Por el contrario, si lo que se expande son los préstamos a corto plazo, esta medición va a mostrar un importante crecimiento, algo que quizás puede ser consecuencia de renovación de líneas de crédito ya concedidas.

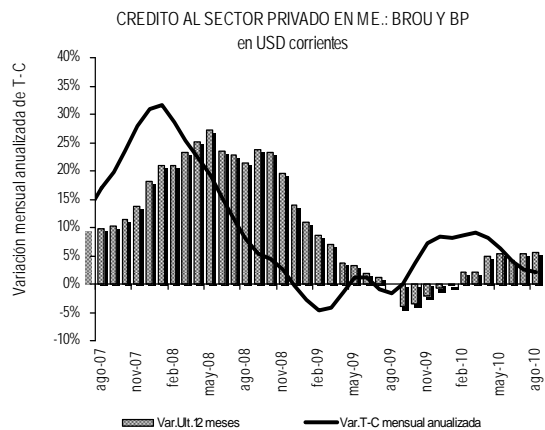
Contrariamente a lo sucedido con el crédito en moneda nacional, los préstamos en moneda extranjera tuvieron un aumento muy moderado en lo



que va de 2010. En los últimos meses este tipo de préstamos registraron una variación anualizada de sólo 2,2% en dólares corrientes.

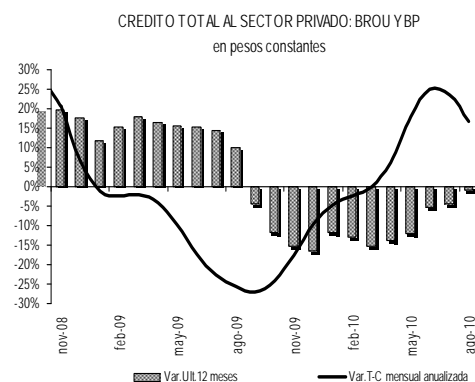


Este crecimiento estuvo liderado por los préstamos del BROU, que en los últimos meses estuvieron aumentando, en tendencia, a tasas anualizadas de



9%; en BP el crecimiento marginal fue de 1,5%.

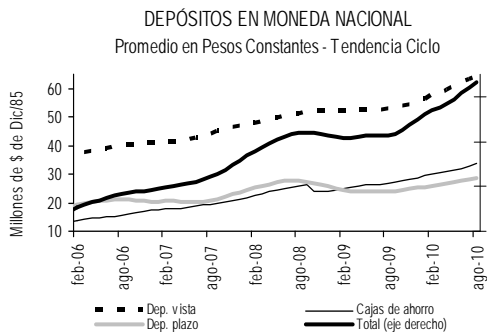
Al medir el saldo total de crédito en moneda extranjera en términos de poder de compra de bienes y servicios locales, es decir a pesos constantes, se observaron caídas durante el tercer trimestre, ya que el aumento en dólares corrientes fue más que



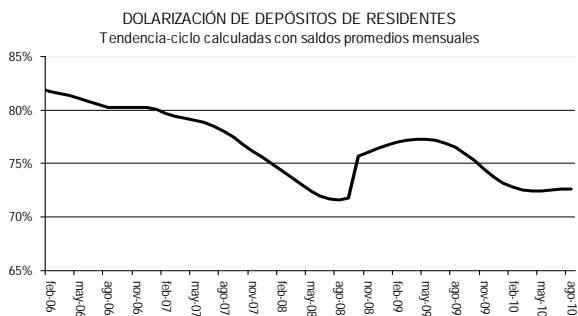
compensado por el aumento de los precios internos medidos en dólares.

Como esa caída real del crédito en moneda extranjera fue más que compensada por el aumento del crédito en moneda nacional, el crédito total tuvo un importante crecimiento durante el tercer trimestre, registrando en el margen una tasa anualizada de 17%.

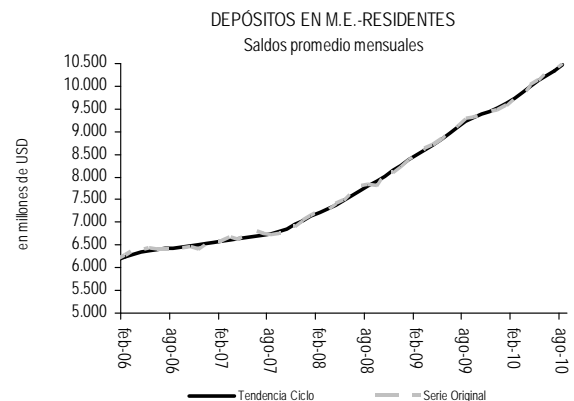
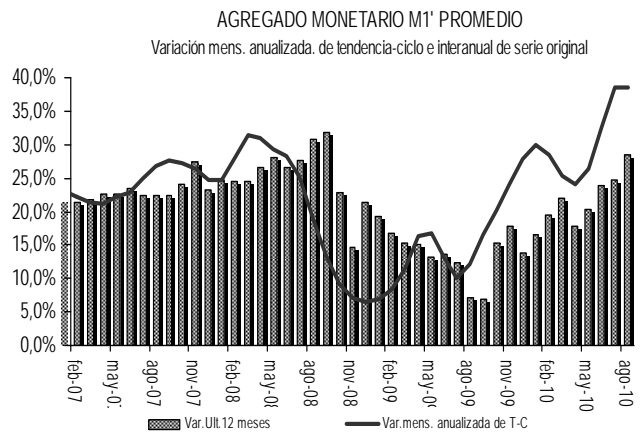
La expansión del crédito bancario provocó una mayor creación secundaria de dinero que, a su vez, se reflejó en un fuerte crecimiento de los depósitos en moneda nacional. En los primeros ocho meses del año se registraron aumentos reales en todos los tipos de depósitos: los transaccionales -vista y caja de ahorro- crecieron a una tasa mensual promedio de 25% anualizado, mientras que las colocaciones a plazo fijo lo hicieron al 23%.



Como los depósitos en moneda extranjera también presentaron una sostenida tendencia creciente en los que va de 2010, el grado de dolarización del stock de depósitos se redujo a comienzos de año y luego se estabilizó en torno a niveles levemente superiores a 72%.



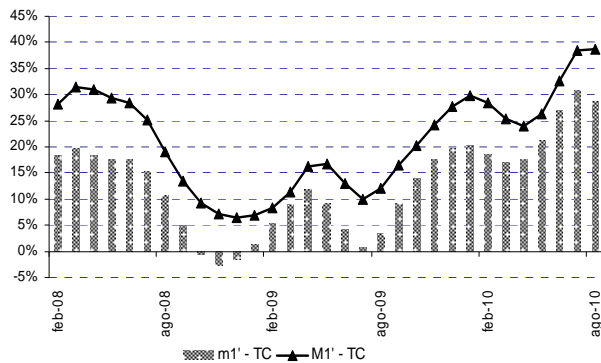
Como era de esperar la creación secundaria de dinero también impactó en la cantidad de medios de pago: el agregado M1' volvió a acelerarse desde fines del segundo trimestre, y en la última medición registró un crecimiento nominal de casi 40% anualizado.



Esta expansión es consistente con una mayor demanda real de dinero (m1) y una leve aceleración de la inflación. La mayor demanda de dinero estaría determinada por el incremento del nivel de actividad – que trae consigo una mayor cantidad de de transacciones económicas- y la continua remonetización que ha venido experimentando la economía uruguaya. Es así como los ratios respecto a PIB de los distintos agregados monetarios –el M1, el M1' y el M2- siguen aumentando de manera sostenida.⁷

⁷ El agregado M1 incluye la Emisión en poder del público y los Depósitos a la Vista, el M1' incorpora las Cajas de Ahorro a estos dos instrumentos, y el M2 además de estas últimas le agrega los depósitos a plazo fijo.

M1' NOMINAL Y REAL
Tasas de variación mensuales anualizadas de TC

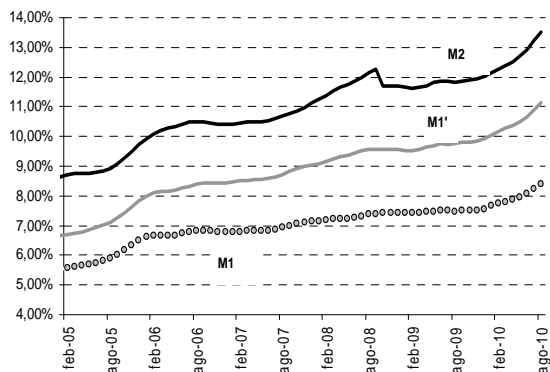


participación en el total sigue mostrando escasa significación.⁸

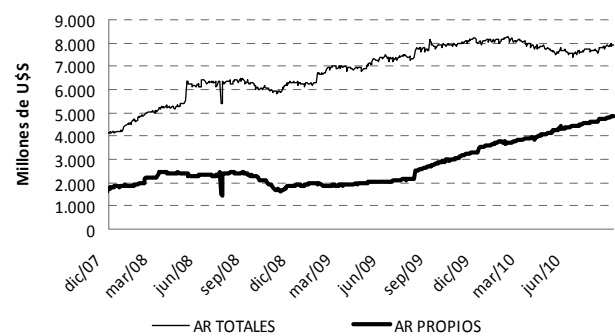
2.3 El balance monetario del banco central

En el tercer trimestre, el BCU adquirió en el mercado interbancario de cambios algo más de USD 200 millones, pero lo hizo para el Ministerio de Economía y Finanzas en el marco de la nueva modalidad que fuera anunciada oportunamente. Sin perjuicio de lo anterior, el BCU siguió adquiriendo moneda extranjera por otras vías que

GRADO DE MONETIZACIÓN
Tendencia-ciclo de agregados en % del PIB centrado



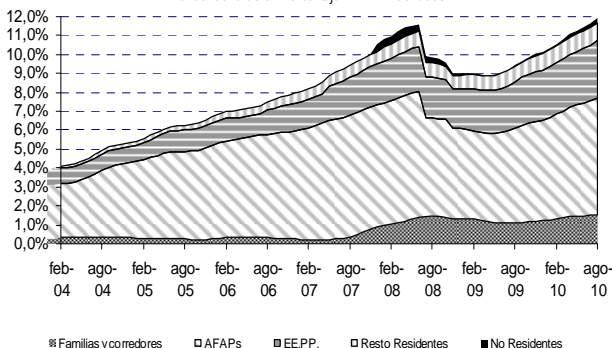
ACTIVOS DE RESERVA



no pasan por el mercado de cambios, básicamente las que se originan por el mecanismo de

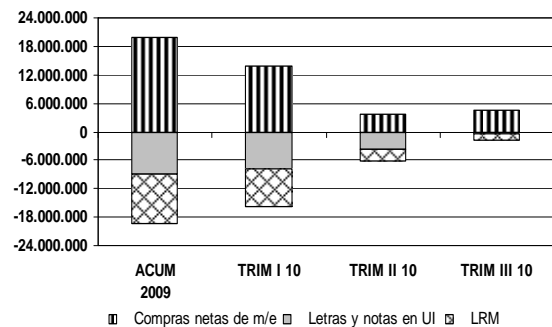
Asimismo, la mayor preferencia por activos nominados en moneda nacional se reflejó en la tenencia de títulos públicos, emitidos en pesos nominales y en UI, tanto por el BCU como por el Gobierno Central. A fines de 2009 el circulante total

TITULOS PUBLICOS M.N.: TENENCIA SPNF
Tendencia-Ciclo en Porcentaje DEL PIB Centrado



de estos activos se ubicaba en 10,2% del PIB, siendo que en agosto este ratio llegó a 12%. El mayor aumento de la tenencia se observó en las AFAP, aunque también alcanzó a otros agentes residentes y a los no residentes, aunque en este último caso la

Compra neta de divisas y Colocación neta de Instrumentos-flujos



financiamiento de exportaciones (aproximadamente USD 208 millones) y por la integración de títulos del banco en esa moneda (alrededor de USD 75 millones). Ello implicó un aumento adicional de Reservas Internacionales cercano a los USD 300 millones en el trimestre.

Como ya fuera mencionado, la expansión monetaria generada por estas compras de divisas se esterilizó fundamentalmente a través de la colocación de

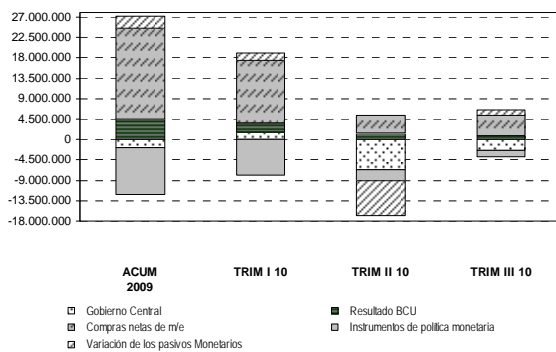
⁸ Todos los ratios se calcularon computando el componente tendencia-ciclo de los instrumentos como proporción del PIB anual centrado.

instrumentos de regulación monetaria. Es así como el BCU colocó títulos en términos netos por un total de \$22.468.

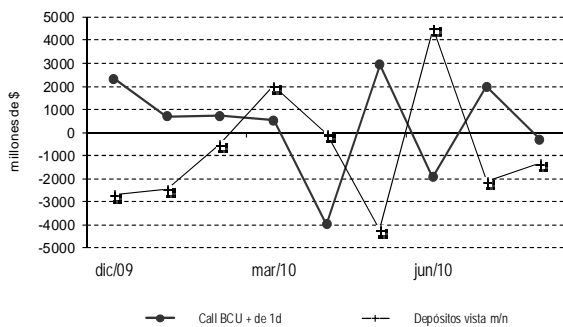
Este manejo afectó negativamente el resultado financiero del BCU dada las disímiles rentabilidades que tienen asociados los Activos de Reserva y los títulos emitidos. A la necesidad anterior se agregó el propio déficit en moneda nacional del BCU, que en el tercer trimestre se ubicaría en el entorno de \$915 millones. Por su parte, el manejo de disponibilidades en moneda nacional del Gobierno Central ha determinado una contracción de la oferta monetaria en el transcurso del trimestre, como ya se mencionó.

Desde el punto de vista de los pasivos monetarios se produjo una recomposición por instrumentos

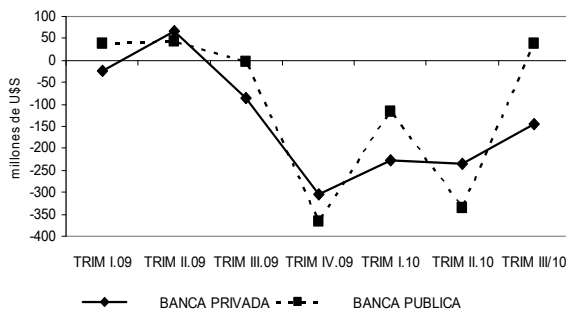
Factores de Variación de los Pasivos Monetarios



Dépositos vista M/N del Sistema Bancario



Dépositos m/e Sistema Bancario-flujos



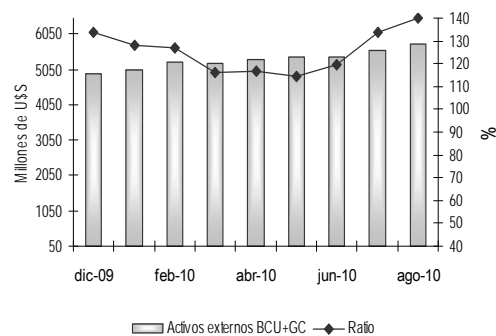
demandados por parte de los bancos, como consecuencia de la reducción de los requisitos de

Encaje. En efecto, los bancos redujeron su demanda por depósitos a la vista, que son computables para encaje, y aumentaron sus tenencias de instrumentos líquidos remunerados, en especial los préstamos realizados a la autoridad monetaria en el mercado Call, que les brinda un servicio similar en materia de liquidez y son rentados.

En el caso de la moneda extranjera se observó una reducción de los depósitos a partir del último trimestre del año 2009, acumulando en el tercer trimestre de este año una disminución por un total de U\$S1.020 millones.

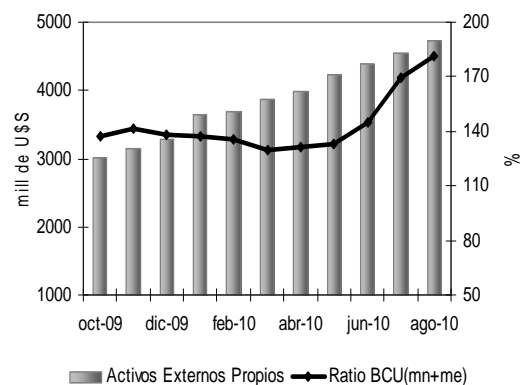
Al cierre de agosto el stock de activos externos del consolidado BCU-GC alcanza USD 5.766 millones, siendo esta magnitud equivalente al 140% de la deuda, amortización e intereses, tanto en moneda nacional como extranjera que deberán afrontar el Gobierno Central y el BCU durante el próximo año, lo que reflejaría una situación relativamente

Activos Externos BCU + GC y servicio de deuda en el próximo año



desahogada.

Activos Externos Propios y cobertura de deuda con plazo residual menor a un año

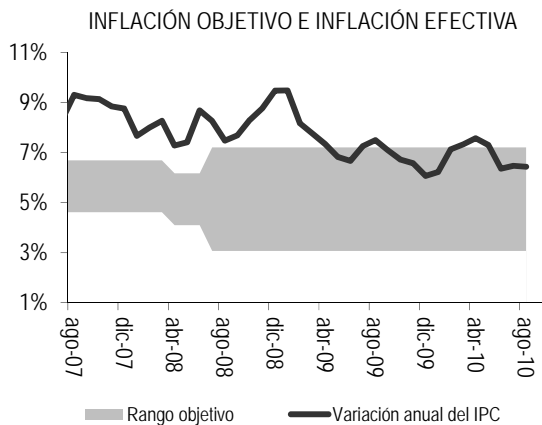


Por su parte, los Activos Externos propios del BCU alcanzaron al cierre de agosto los USD 4.730 millones; monto que supera en 80% el servicio de la deuda en moneda nacional y extranjera que el BCU debe cubrir en el horizonte de un año.

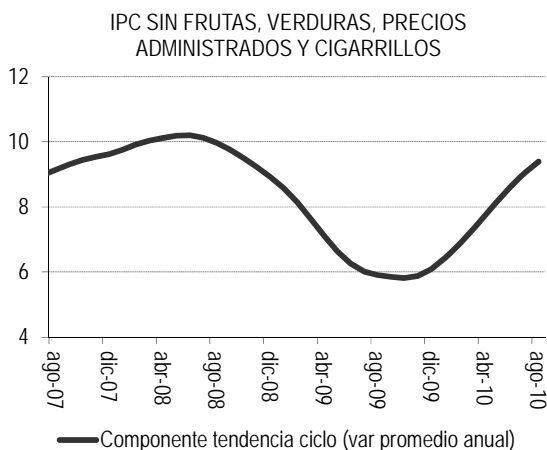
3 Evolución de los precios

3.1 Análisis de la inflación

La tasa de inflación se ubicó en 6.32% en el año culminado en setiembre, situándose por tercer mes consecutivo dentro del rango objetivo de política monetaria.

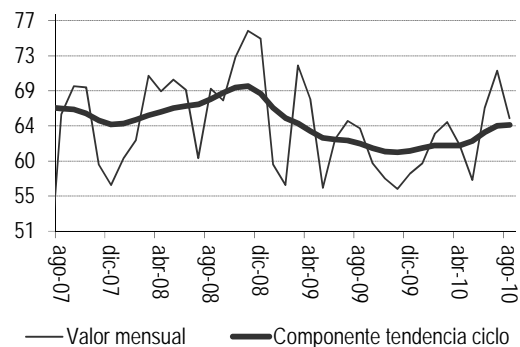


No obstante, al excluir los precios de frutas y verduras, bienes y servicios administrados⁹ y cigarrillos, el índice muestra una tendencia creciente desde octubre de 2009. En términos anualizados, el componente tendencia-ciclo supera el 9%.



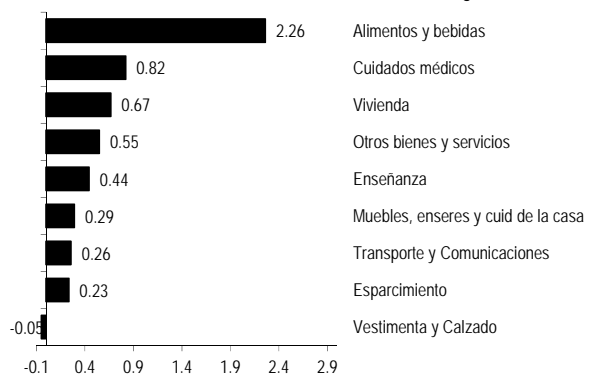
El índice de difusión muestra un incremento en los últimos tres meses, como consecuencia de un aumento en la proporción de precios con variación mensual positiva (58% en promedio).

INDICE DE DIFUSIÓN
((% precios con variación mensual positiva - % precios con variación mensual negativa)+100)/2



Durante los primeros ocho meses del año, el IPC se incrementó 5.5%, cifra similar a igual período de 2009. La contribución de "Alimentos y bebidas" explicó casi la mitad de esta variación, debido al incremento de los precios de verduras, carne y comidas fuera del hogar. En segundo lugar, el rubro "Cuidados médicos" incidió 0.8% como consecuencia del ajuste en la cuota mutua y servicio de emergencia móvil.

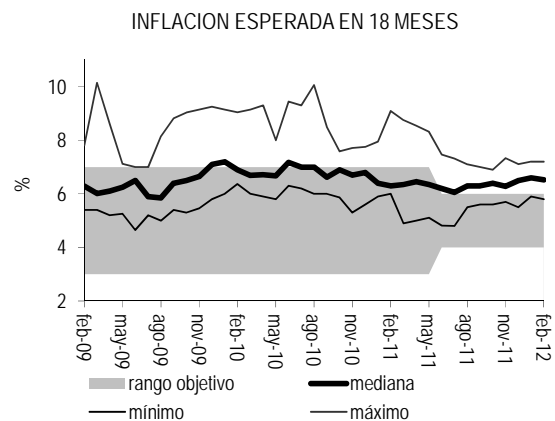
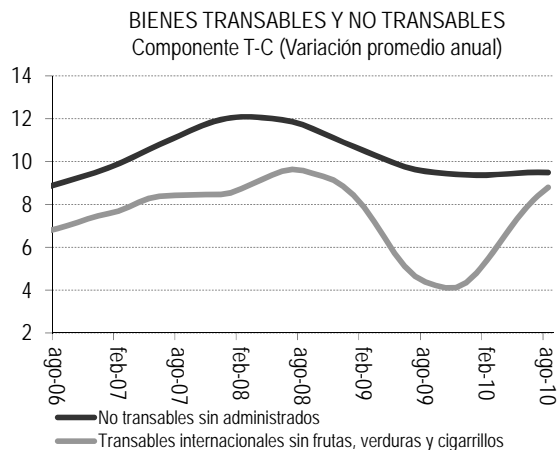
INCIDENCIAS - INFLACIÓN ACUMULADA a agosto-10



Considerando un modelo de dos bienes, a diferencia de lo ocurrido en igual período de 2009 cuando el crecimiento de los precios se originaba únicamente por los bienes no transables, en la actualidad también se observan presiones de los transables. En este sentido, la brecha entre la evolución del componente tendencia-ciclo de ambos tipos de bienes se redujo notoriamente en los últimos meses.

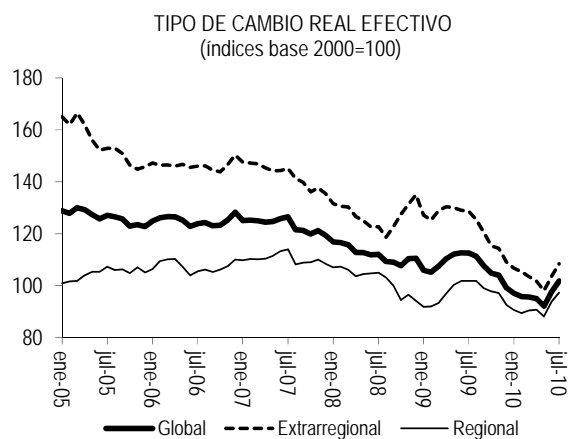
Las perspectivas alcistas del precio de los *commodities*, en un contexto de crecimiento de la demanda de China e India, constituyen un riesgo inflacionario desde el frente externo. Por otro lado, dado el dinamismo observado en el mercado de trabajo, se esperan mayores presiones internas por los aumentos salariales a efectuarse en los próximos meses en el marco de los Consejos de Salarios.

⁹ 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.



a. Precios relativos

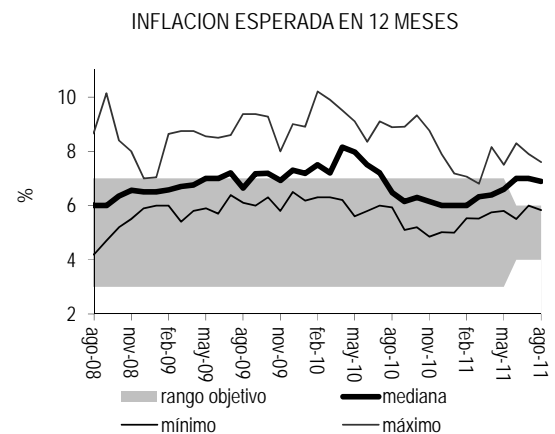
El indicador de tipo de cambio real efectivo (TCRE) detuvo la tendencia decreciente observada en los primeros cinco meses del año, como consecuencia del incremento registrado en el tipo de cambio entre junio y julio. En lo que va del año, acumuló un incremento de 2.6% como consecuencia del comportamiento observado en la región (5.1%) ya que frente a la extra-región se mantuvo prácticamente incambiado (-0.6%). En el caso del TCRE bilateral con Brasil, el aumento fue de 4.8%.



b. Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (febrero de 2012) se ubicó en 6,52% en el mes de setiembre. La misma ha estado por encima del límite superior del rango meta que comenzará a ser efectivo a partir de junio de 2011 (6%).

En el horizonte anual, la mediana de las expectativas también se ubicó fuera del rango meta, situándose en setiembre en 6.89%.



4 Balance de riesgos y decisiones de política monetaria

4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias. Al final del tercer trimestre del año 2010 la tasa de inflación medida de los últimos 12 meses móviles se ubicó en 6,3%. Si bien este resultado implica un regreso al interior del rango-meta actual, los valores inflacionarios son superiores al techo del rango que regirá a partir del segundo semestre del año próximo, tal como lo fijó el Comité de Coordinación Macroeconómica (4%-6%), el que fue ratificado hasta marzo de 2012 en la última reunión de setiembre.

Sin perjuicio de lo anterior, las expectativas inflacionarias en los horizontes relevantes para la política han seguido aumentando, aunque levemente. En efecto, para diciembre de 2010 la última encuesta de expectativas entre expertos que releva el Banco arroja una mediana de 7,09% (apenas por encima del techo actual) para fines de 2011 (6,6%) y para febrero de 2012 (6,52%),

El comportamiento mencionado de los precios y sobre todo de las expectativas inflacionarias de más largo aliento se consolidaron como elementos de preocupación para la política monetaria, en particular porque el compromiso inflacionario se constituye en el principal ancla nominal para la formación de precios bajo el régimen monetario actual.

4.2 Escenario internacional y su impacto interno.

El escenario internacional sigue mostrando señales auspiciosas, aunque con resultados mixtos. En efecto, a nivel de los países desarrollados –epicentro de las turbulencias- y a pesar de las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han aplicado con el fin de mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas, se siguen observando signos de debilidad en el ritmo de expansión económica y en el empleo. Por el contrario, el bloque de países emergentes ha seguido mostrando un dinamismo considerable, en particular las grandes economías como China y Brasil, las que empujan a sus subregiones respectivas. En concordancia con lo anterior, se siguió observando en los últimos meses una tonificación de los precios internacionales de productos relevantes para la economía doméstica (los *commodities* de origen agropecuario), lo que vuelve a encender el alerta acerca de su impacto en tanto presión inflacionaria

para el futuro. Hasta mayo su impacto se había mitigado por la debilidad relativa del dólar en el mercado doméstico -aspecto que también se reflejaba en el mercado internacional-, aspecto que se revirtió parcialmente a partir de entonces.

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. Con ese fin el Banco Central ha permitido que el peso uruguayo acompañara las tendencias internacionales pero ha intervenido para evitar movimientos bruscos e innecesarios, en una economía que todavía exhibe una alta dolarización. Incluso, a partir de mayo el Ministerio de Economía y Finanzas anunció una serie de medidas orientadas a evitar apreciaciones indebidas del tipo de cambio, asumiendo el esfuerzo que había venido haciendo el Banco Central en ese campo.

Asimismo, los datos del cierre del segundo trimestre del año 2010 relativos a la actividad económica confirmaron un crecimiento muy importante, tanto del producto como del gasto, incluso más rápido de lo que esperaban los analistas y el gobierno un tiempo atrás. En paralelo, la tasa de desempleo ha evolucionado consistentemente, estabilizándose en niveles históricamente bajos. Incluso, comenzaron a detectarse restricciones de oferta en diversos sectores de la economía, los que en varios casos se vinculan a insuficiencia de mano de obra capacitada y en otros aspectos a la sequía.

Siguió elevando el crecimiento de la demanda real por dinero durante el transcurso de 2010. Por su parte, a pesar de que se redujeron las compras de dólares en el mercado interbancario, el Banco Central debió esterilizar buena parte de las operaciones de cambio que debió realizar, fundamentalmente mediante el mecanismo de financiamiento de exportaciones, lo que siguió presionando el stock de Letras de Regulación Monetaria y Notas. Estas intervenciones esterilizadas han impactado negativamente sobre el resultado del BCU debido a la diferencia de rendimientos entre los activos externos y los pasivos que emite.

Sin embargo, el cambio en la coyuntura y la intención del nuevo gobierno manifestada en el seno del Comité de Coordinación Macroeconómica en el sentido de que se intentará plasmar en el nuevo presupuesto quinquenal una política fiscal consistente y equilibrada, así como una política de endeudamiento que siga potenciando la desdolarización de la deuda pública, permiten suponer que será más sencillo

mantener los equilibrios macroeconómicos sin presionar de manera inconveniente sobre el resultado del Banco Central. En efecto, será esperable un resultado primario recompuesto y una gestión de deuda tal que le permitan al Gobierno sostener su presencia en el mercado de cambios adquiriendo los dólares que necesita, por lo que el BCU estará más aliviado al no tener que adquirir divisas que luego debe esterilizar.

No menos importante para colaborar con la reducción inflacionaria fue interpretada la intención también manifestada por el Ministerio de Economía y Finanzas en cuanto a los criterios que se vienen impulsando en las nuevas rondas de negociación en el marco de los consejos de salarios. En efecto, negociaciones que ponen el acento en los aumentos salariales vinculados a la realidad de los distintos sectores - incluyendo aumentos genuinos de productividad- permitirán que la coyuntura en el mercado de trabajo no contribuya a generar presiones inflacionarias máxime teniendo en cuenta la poca holgura que presenta este mercado, su influencia en los precios de no transables y en la rentabilidad de los transables a nivel internacional.

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 marzo de 2012 el rango-meta a 4%-6%. Asimismo, en la medida que la situación macroeconómica presentará previsiblemente mayores amenazas inflacionarias vinculadas al renovado vigor de la actividad económica y el gasto internos y de los precios internacionales de los *commodities*, así como el impacto antes mencionado que tendrán las negociaciones en los Consejos de Salarios, el Comité de Política Monetaria (COPOM) resolvió incrementar la tasa de política en 25 puntos básicos, ubicándola en 6,50%.

Se entendió que el incremento de la TPM debería ser entendido como una ratificación inequívoca del compromiso de la política monetaria para con el rango meta en el horizonte relevante, lo que se espera colabore para que las expectativas se encaucen favorablemente en ese sentido. Asimismo, permite ubicar el sistema de tasas de interés de la economía doméstica (la denominada curva de rendimientos) en niveles prudentemente positivos en términos reales a los efectos de prevenir las posibles presiones inflacionarias mencionadas en este informe. Por otra parte, el Comité de Política Monetaria entendió que esta medida en coordinación con las políticas fiscales y de ingresos que está impulsando el Poder Ejecutivo

ayudarán a que el desempeño inflacionario de los próximos meses discurra dentro del rango meta.

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 el transcurso del tercer trimestre el mercado monetario se ha mantenido mayormente líquido, lo que ha demandado una presencia permanente del BCU en el mercado de dinero a un día (call). Por esa razón la TMM se ha mantenido prácticamente idéntica a la TPM y se espera que este comportamiento se mantenga en el futuro, con una presencia importante del BCU ofreciendo instrumentos líquidos.

En ese marco, se seguirá recurriendo a la emisión de Letras de Regulación Monetaria y Notas a distintos plazos, priorizando el uso de plazos largos para la esterilización de carácter prolongado y de plazos cortos para la administración de la liquidez intra-anual. 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 esterilizando con sus propios títulos. En ese sentido se requerirá una coordinación estrecha entre la política fiscal -incluyendo la adquisición de divisas para sus requerimientos- y de deuda con la política monetaria.