



# Informe de Política Monetaria

Diciembre 2009

BANCO  
CENTRAL  
DEL  
URUGUAY

## 1. El contexto macroeconómico de la política monetaria

### 1.1 La situación internacional y regional

El proceso de recuperación de la economía internacional continúa en línea con lo previsto en el trimestre anterior, lo que es especialmente tangible en las economías emergentes. No obstante, existe cierta heterogeneidad entre países. En los países desarrollados, EEUU inició el proceso de recuperación con anterioridad al de la zona Euro y al de Inglaterra. Si bien en los tres casos el PIB continuó contrayéndose durante el primer semestre, en el tercer trimestre EEUU creció 2.2% (revisado a la baja desde 2.8%), mientras que la UE creció 1.5% y el Reino Unido volvió a caer, en esta oportunidad 0.2% (menos de lo pronosticado). Entre tanto, Japón experimentó un crecimiento del PIB en el segundo y tercer trimestre, pero dicho crecimiento fue sensiblemente revisado a la baja, manteniéndose de todos modos en terreno positivo.

Los últimos datos concernientes al nivel de actividad en USA presentan un panorama un poco más alentador que el observado en los meses precedentes. Los reportes acerca de la evolución de los inventarios, las exportaciones netas, las ventas minoristas, la producción industrial y la utilización de la capacidad instalada mostraron valores superiores a los esperados. El mercado laboral por su parte, comienza a dar tibias señales de mejora.

Se espera que la economía cierre el año con una contracción económica de 2.5%. Para el año 2010 se aguarda un crecimiento del nivel de actividad de 2.7%.

La tasa de crecimiento del tercer trimestre en Europa resultó menor a la esperada y los datos posteriores han sido en general decepcionantes. La producción industrial de octubre disminuyó un 0.6% en la región al igual que las órdenes fabriles en Alemania – principal economía de la región – mientras la tasa de desempleo se mantiene en un elevado 9.8%, al tiempo que el empleo se retrajo 0.5% en el tercer trimestre en comparación con el trimestre anterior.

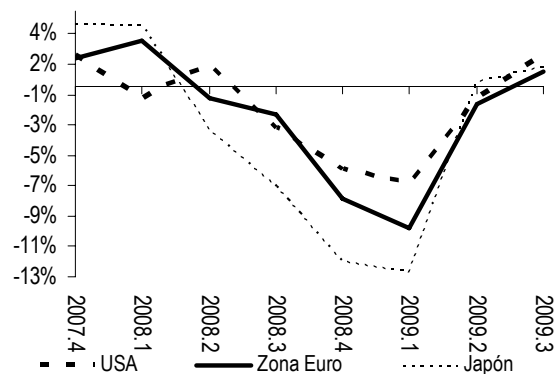
Se aguarda una mengua del nivel de actividad de 3.9% en 2009 y una reactivación de 1.3% en el correr de 2010.

El crecimiento del PIB en Japón durante el segundo y tercer trimestre fue revisado a la baja, pasando de 4.8% a 1.3% y de 1.2% a 0.3% respectivamente. El nuevo gobierno resolvió lanzar otro paquete de estímulo que implica mayor presión sobre las cuentas públicas.

La economía japonesa se reducirá 5.4% en 2009 y se espera que crezca 1.5% durante 2010.

La agresiva política fiscal y monetaria estimuló la recuperación en China durante 2009. Se estima probable que país asiático exceda su meta de 8% de crecimiento tanto para 2009 como para 2010, aunque dicho crecimiento estará menos enfocado hacia exportaciones debido a la debilidad de la reactivación en las principales economías y más traccionada por el gasto interno, principalmente correspondiente al sector público, habida cuenta de que el consumo privado continúa representado un porcentaje relativamente menor del gasto total. En el mediano plazo, la sustentabilidad del crecimiento chino puede verse comprometida, de no verificarse un cambio en la composición del mismo.

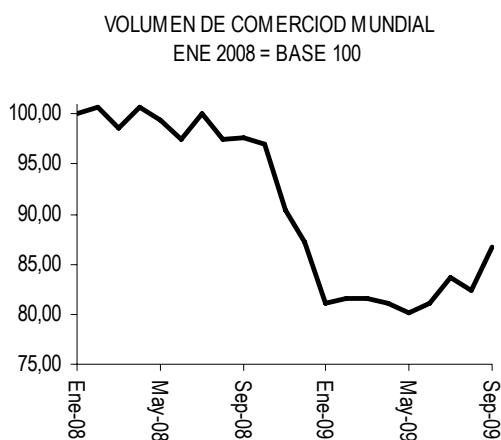
CRECIMIENTO DEL PIB DESESTACIONALIZADO



Fuente: Ble, Ecb, Boj

El volumen de comercio internacional se expandió un 5.3% en Setiembre con respecto a Agosto, luego de una caída de 1.5% en dicho mes. El incremento mensual de Setiembre es el mayor al menos desde 1991, que es desde cuando comienzan los registros de esta serie. Las exportaciones e importaciones crecieron en todas las regiones, con una contribución relativamente más modesta por parte de la Zona Euro.

En relación al nivel máximo alcanzado en Abril de 2008, el registro de Setiembre pasado se presentó un 14% por debajo, como consecuencia de la caída sin precedentes del comercio observada entre Noviembre de 2008 y Enero de 2009. Por otra parte, el comercio internacional en Setiembre fue 8% mayor al valor mínimo de este ciclo, verificado en Mayo de 2009. En términos trimestrales, el crecimiento del tercer trimestre fue de 4.3% con respecto al segundo y también resultó el máximo observado en toda la serie. En promedios anuales, aún permanece por debajo del período precedente, pero comienza a percibirse una sensible mejoría en el margen.



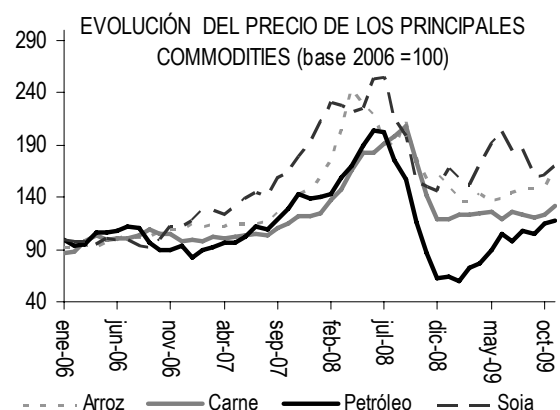
Fuente: Netherlands Bureau of Economics Analysis

El escenario internacional que se vislumbra para el 2010 es el de una moderada recuperación económica, acompañada de baja inflación. No obstante lo cual, los abultados déficit fiscales, los desbalances globales, el crecimiento de la deuda soberana en los países desarrollados y un sistema bancario que todavía no se saneó no permiten descartar la posibilidad de que se atravesen nuevamente períodos de volatilidad en variables tanto financieras como reales.

Los precios de los commodities relevantes para Uruguay jugaron favorablemente en el transcurso del año. Esto se observa con claridad si se omiten del análisis los precios recibidos durante el año 2008, sobrevalorados en el marco de la gran burbuja financiera prevaleciente. En efecto, comparando precios promedio de 2009 contra precios promedio de 2007 se experimentan significativos aumentos en el precio del arroz, la carne y la soja y caída en el precio del petróleo. De esta forma, Uruguay obtuvo una ganancia de términos de intercambio en bienes de 9.5% entre los primeros nueve meses del 2009

con relación al mismo período del 2007. En el tercer trimestre del 2009 los términos de intercambio en bienes continuaron mejorando con respecto al primer semestre.

Los stocks de maíz, soja y trigo se incrementaron por las excelentes cosechas en el hemisferio norte, lo que presionaría a la baja al precio. Sin embargo, como la demanda se mantiene en alza, tanto para alimentos como para biocombustibles, las perspectivas de corto y mediano plazo para las cotizaciones de estos productos siguen siendo positivas. En un informe reciente, la FAO, alertó sobre una nueva alza en el precio de los alimentos, y aclaró que su precio no superará al que alcanzaron dos años atrás conduciendo a una crisis alimenticia. La evolución de una canasta de productos compuesta por cereales, oleaginosos, productos lácteos, carnes y azúcar registró incrementos durante los últimos cuatro meses consecutivos a noviembre y, según ellos, continuará creciendo en el 2010. El índice se ubicó en noviembre en un valor promedio de 168%, lo que representa el valor mas alto desde setiembre del 2008 aunque es 21% mas bajo que el pico de junio de ese año. Antes que se alcanzara el nivel record de agosto del 2007 el índice nunca excedía el 120%. Las reservas alimenticias mundiales y las buenas perspectivas de producción reducen el riesgo de una fuerte alza de precios durante los próximos seis meses. Desde una perspectiva de mediano plazo, los precios de los principales commodities que Uruguay produce se encuentran en un nivel alto.

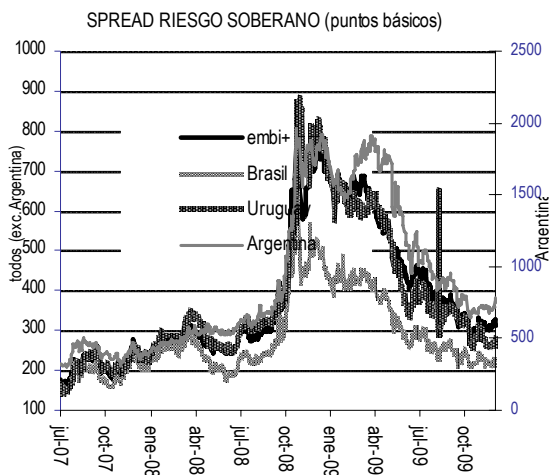


Fuente: Bloomberg e INAC.

El último trimestre del 2009 se caracterizó por una mayor volatilidad de los mercados financieros

internacionales, que recoge las dudas sobre la solidez del proceso de recuperación económica. Una muestra clara de ello es la reacción de los mercados cuando las noticias provenientes del lado real de la economía resultan diferentes a lo que se esperaba. En relación al trimestre pasado, los índices de Bolsa aumentaron y disminuyeron los spreads por riesgo. El sistema bancario mantiene problemas estructurales que conducen a que aún no haya reconocido como pérdidas en los balances activos cuya cobrabilidad luce problemática. Asimismo, las condiciones del mercado de trabajo en los países desarrollados implican un riesgo mayor sobre el repago de los préstamos y las nuevas concesiones de crédito. A esto se suma el hecho de que no se avanzó mucho ni en el marco regulatorio ni en la reforma del sistema financiero internacional.

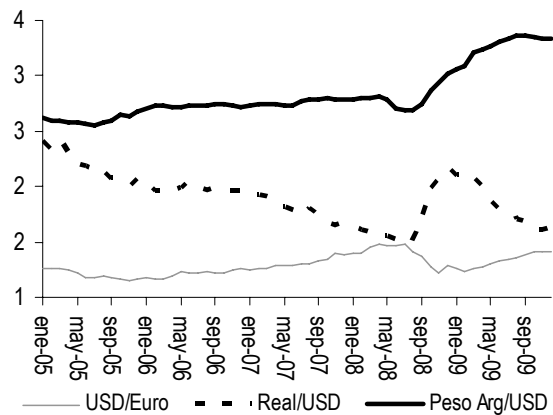
Durante el transcurso del año los spreads en la región continuaron descendiendo en forma más pronunciada que en el resto de los países emergentes. El riesgo soberano de Brasil cayó 27% en el bimestre cerrado en noviembre respecto del finalizado en setiembre en tanto que el de Argentina y Uruguay lo hicieron en 17%, más que el resto de los emergentes, que disminuían 12.5%.



Fuente: Bloomberg.

Los mejores indicadores de la economía estadounidense con relación a la europea detuvieron la apreciación del Euro en el último trimestre del año.

EVOLUCIÓN PRINCIPALES MONEDAS



Fuente: Bloomberg.

En la región se proyecta un crecimiento promedio de 4.5% en el 2010, lo que, obviamente, impacta de manera positiva en nuestra economía.

Argentina se beneficia de la estabilización financiera mundial y de perspectivas más alentadoras en materia de crecimiento global. Algunas señales favorables brindadas por el gobierno en materia financiera como los pasos orientados a lograr un acuerdo con los *holdouts* y con el FMI, combinado con la estabilización del tipo de cambio nominal, pusieron freno a la salida de capitales y a la dolarización de los portafolios. Este cambio en la composición de portafolios redundó en una recuperación del gasto privado. No obstante, el impulso mayor a la demanda agregada viene dado por la fuerte expansión del gasto público.

Otro elemento que está jugando a favor de la recuperación en Argentina es la evolución actual y proyectada del precio de las materias primas, que en buena medida se reflejan en las mejoras de los últimos meses en el Estimador Mensual Industrial elaborado por el INDEC.

En este contexto la reactivación iniciada el trimestre anterior continúa ganando terreno: el PIB en términos desestacionalizados continuó aumentando durante el tercer trimestre en relación al trimestre anterior, de acuerdo a datos publicados por el INDEC. Se espera además un crecimiento del entorno de 1.5% para el trimestre en curso, lo que dejaría un arrastre estadístico de 1.5% para 2010.

Este repunte del nivel de actividad en Argentina es particularmente importante en este momento del año

por el advenimiento de la temporada turística en Uruguay, donde el gasto de los argentinos representa aproximadamente 45% del ingreso total de divisas por ese rubro.

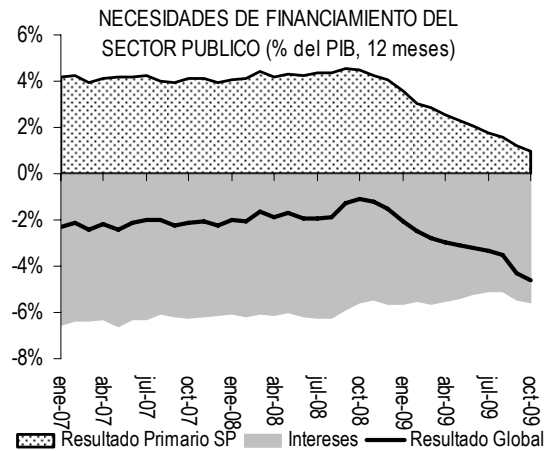
En el tercer trimestre la economía brasilera volvió a crecer por segunda vez consecutiva. El Producto Interno Bruto (PIB) subió 1.3% en términos desestacionalizados (en términos interanuales se registró una caída de 1.2%). Del lado de la oferta el crecimiento, una vez más, fue impulsado por el desempeño del sector industrial y de los servicios que lo hicieron en 2.9% y 1% respectivamente. Del lado del gasto, el incremento se debe al aumento en la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) en 6.5% y en el Consumo de las familias en 2%.

En consecuencia, las proyecciones de crecimiento fueron revisadas al alza. Se estima que en este año el nivel de actividad crecerá 0.5%, en tanto que se espera que en el año 2010 la recuperación se ubique en el entorno del 5%.

Las políticas públicas como la fiscal, la monetaria y la crediticia lograron evitar que se contrajera la economía. La tasa Selic fue llevada al nivel históricamente bajo de 8.5%, se disminuyeron impuestos, se ampliaron inversiones públicas y se utilizó el crédito de la banca pública (que es predominante en Brasil) para alentar el consumo y la inversión privada.

El menor nivel de actividad y la política fiscal anticíclica fueron deteriorando las cuentas fiscales. Es así que el superávit primario se ubicó en los doce meses cerrados en octubre en 1% del PIB, lo que junto con el pago de intereses equivalente a 5.6% del PIB determinaron que el déficit global ascendiera a 4.6% del producto, lejos de la meta de 2.5%.

La rápida y marcada apreciación del real condujo a que el tipo de cambio real efectivo se apreciara 22%, el bilateral con USA lo hiciera en 25.5% y con el peso argentino fuera 32% en el año cerrado a noviembre. Si bien Brasil no es una economía muy abierta en lo comercial y por lo tanto los movimientos en el tipo de cambio real tienen un impacto menor que en las economías orientadas a un crecimiento exportador, si lo era en lo financiero, por lo cual los movimientos internacionales de capitales de corto plazo condujeron a alteraciones del tipo de cambio nominal.

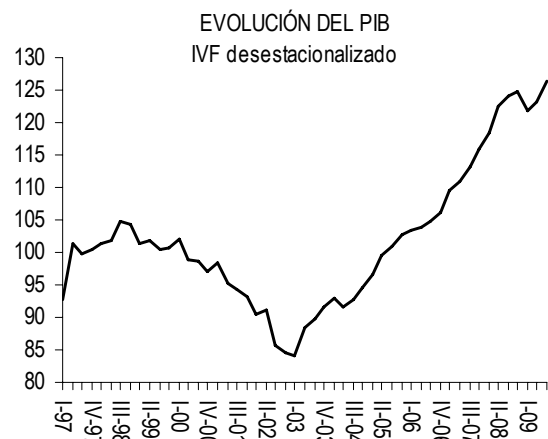


Finalmente, la depreciación del tipo de cambio real bilateral de 16.2% entre octubre del 2009 y diciembre así como la recuperación del consumo privado y de la industria brasilera, impulsaron la demanda brasilera por los productos de las agroindustrias uruguayas. En consecuencia, este año Brasil fue el principal destino de exportación de los productos uruguayos concentrando el 22% de las exportaciones de bienes.

## 1.2 La economía uruguaya

### 1.2.1 Nivel de actividad y empleo

En el tercer trimestre del año el PIB se expandió 2,5% con respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, consolidando el proceso de recuperación que comenzó a registrar la economía a partir del segundo trimestre. El nivel del IVF desestacionalizado resultó 3,8% superior al punto más bajo luego de desatada la crisis internacional. Por su parte, en términos interanuales la actividad económica también registró un crecimiento (1,9%).

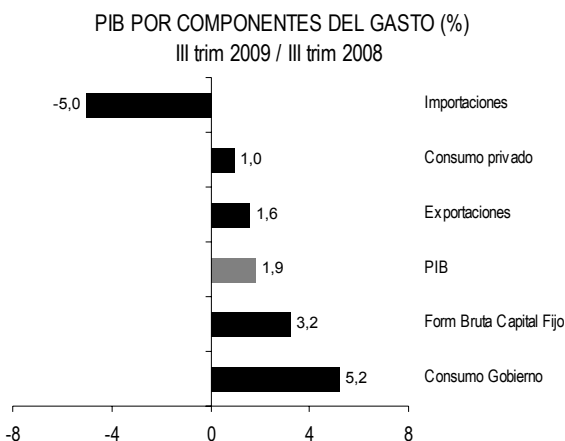


## Oferta y utilización finales

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento del PIB se explica fundamentalmente por el buen comportamiento de algunos sectores, tal el caso del sector Agropecuario y el de Electricidad, Gas y Agua. En el primer caso, la mejora de la demanda externa alentó la producción de varios cultivos (sobre todo cereales) y determinó el incremento de la faena. El mayor dinamismo del sector de Electricidad, gas y agua debe asociarse con la mayor generación de energía hidráulica (cuyo valor agregado por unidad de producción es mayor), luego de superada la escasez de lluvias.

Asimismo, mejores condiciones internacionales posibilitaron la expansión del nivel de actividad de varios rubros agroindustriales (carne, arroz, cebada).

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento del PIB estuvo impulsado principalmente por la expansión del gasto del sector público, tanto en bienes de consumo como de inversión.

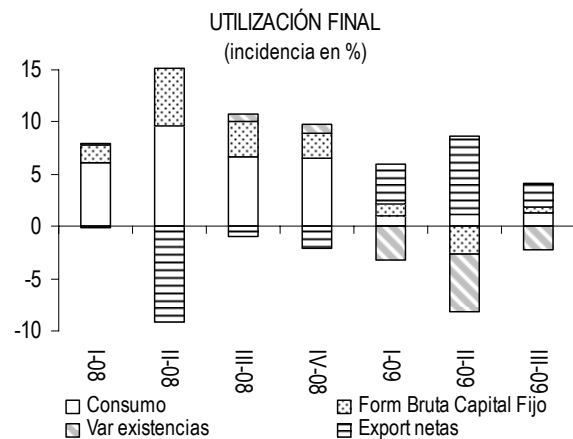


En efecto, el gasto público se expandió 11% en el tercer trimestre en términos interanuales, como resultado de un incremento tanto del consumo (5,2%) como de la inversión pública (22%). El incremento del consumo del sector público obedeció fundamentalmente al aumento de la masa salarial en términos reales. La expansión de la inversión debe asociarse al incremento de obras de vialidad así como

a la ejecución de varios proyectos por parte de las empresas públicas (OSE, UTE, ANCAP).

El gasto del sector privado se mantuvo estable en el tercer trimestre, luego de haberse ajustado a la baja (en particular en bienes de inversión) en los trimestres previos respecto a los altos niveles observados durante 2008.

Por su parte, luego de la fuerte desaceleración experimentada en la primera mitad del año, el gasto en consumo final del sector privado se expandió en relación al año anterior, aunque lo hizo a una tasa inferior a la del PIB.



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, en particular de los pecuarios.

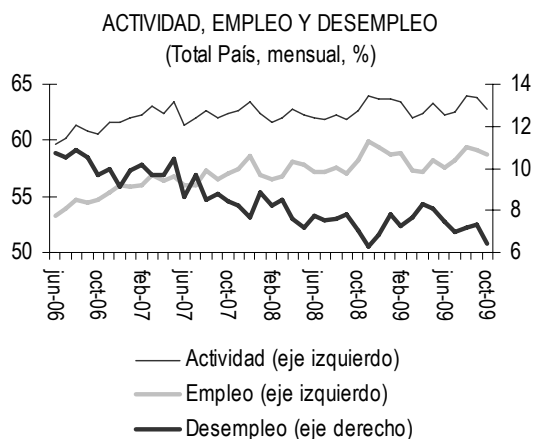
Las exportaciones de bienes y servicios se expandieron impulsadas por las mayores ventas de *commodities* agrícolas (en particular trigo y soja) y manufacturas de origen agropecuario (lácteos, arroz y pasta de celulosa). Por su parte, algunos rubros de exportación que habían acusando los efectos de la crisis internacional, en el margen habrían comenzado a recuperarse. 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, como es el caso del transporte marítimo. Cabe destacar que Brasil y China aumentaron su participación como destino de exportación de bienes en comparación al año anterior.

La importaciones continuaron reduciéndose, aunque a menor ritmo que en los trimestres anteriores, en consonancia con la recuperación del nivel de actividad en la segunda mitad del año. En particular se destacan las menores compras de maquinaria y equipo por parte del sector privado, consistente con la reducción de la inversión privada.

Desde el punto de vista sectorial, casi la totalidad de los sectores mostró una recuperación del nivel de actividad en el tercer trimestre respecto al segundo, medido en términos desestacionalizados, con la excepción del sector Construcción.

### Mercado de Trabajo

La tasa de desempleo de octubre de 2009 para el total del país se ubicó en 6,4%, mostrando una reducción de seis décimas respecto a igual mes del año anterior. Este valor prácticamente coincide con el mínimo histórico de la serie registrado en noviembre de 2008 (6,3%), previo al desenlace de la crisis internacional. 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.

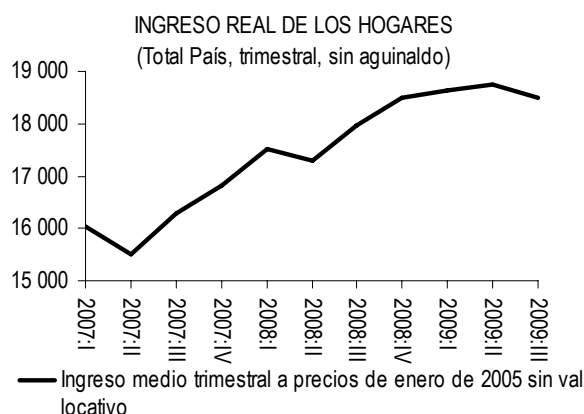


Si se considera el número de personas empleadas en las localidades de 5000 o más habitantes, continúa el crecimiento del componente tendencia-ciclo observado desde el mes de mayo, aunque la tasa de crecimiento parece atenuarse. Desde el punto de vista sectorial, se observa dicha evolución en la mayoría de los sectores de actividad a excepción de Construcción.

Por otro lado, continúa la tendencia decreciente en el número de beneficiarios del subsidio por desempleo

sin reliquidaciones, fundamentalmente por lo ocurrido en el interior del país, ya que en Montevideo se observó un repunte en la serie. Consistentemente con los datos sobre empleo, el sector Construcción es el que concentra mayor cantidad de trabajadores en el seguro de paro. Por otro lado, las solicitudes de subsidio por desempleo otorgadas revierten la tendencia creciente que se venía registrando y se ubican en el nivel más bajo desde octubre de 2008.

El ingreso real de los hogares sin aguinaldo y sin valor locativo a precios de enero de 2005 para el total del país, aumentó 3% en el tercer trimestre de 2009 en términos interanuales. Este dato implica una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos. Sin embargo, esta evolución resulta más razonable que las altas tasas que venían registrando los ingresos de los hogares, teniendo en cuenta la reciente recuperación en el empleo.



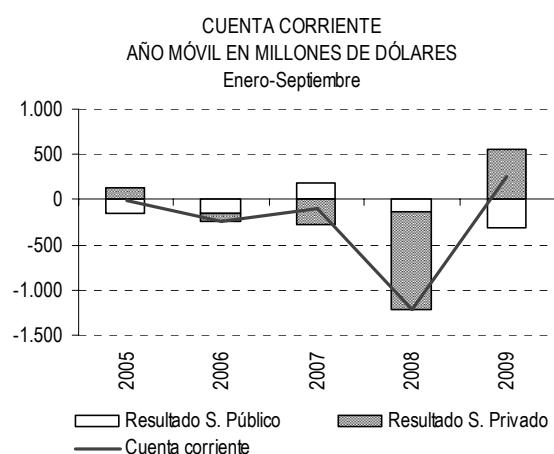
Según las fuentes de ingreso, las pasividades continúan siendo los ingresos que registran los mayores aumentos, acumulando un crecimiento de 15,2% en el tercer trimestre de 2009 en relación a igual período de 2008. Por su parte, los ingresos salariales sin aguinaldo también registran incrementos importantes (9,4%), en el marco de los Consejos de Salarios. Sin embargo, la evolución de los ingresos por cuenta propia se ha desacelerado considerablemente acumulando apenas 1,5% de crecimiento en el año.

### 1.2.2 Sector Externo

La Balanza de Pagos estimada preliminarmente para el período enero-setiembre de 2009 registró un ingreso de fondos superior a los USD 1.700 millones a

través de la Cuenta Capital y Financiera con origen fundamentalmente -a diferencia de lo que sucedía para igual período del año anterior- en el Sector Público. Este flujo de capitales junto con el vuelco de la cuenta corriente -de un déficit de más de USD 1.200 millones a un superávit de USD 250 millones entre los nueve primeros meses de 2008 y 2009 respectivamente- financiaron el incremento de Activos de Reserva del BCU de USD 1.625 millones y una salida de fondos de USD 363 millones por movimientos no registrados.

### Principales desarrollos de la Cuenta Corriente



El aumento de la brecha entre el ingreso y el gasto que experimentó el sector privado en los nueve primeros meses de 2009 en comparación con igual período del año anterior, explicó el mejoramiento del saldo en Cuenta Corriente, contrarrestado en forma parcial por el efecto del aumento del déficit fiscal.

En términos de los grandes agrupamientos de los registros de dicha cuenta, parte del mejoramiento global del saldo se debió al vuelco de la cuenta comercial, desde un déficit de USD 728 millones a un superávit de USD 686 millones. Si bien las exportaciones de bienes y servicios presentaron registros inferiores en el período enero-setiembre de 2009 que en igual lapso de 2008, la caída de las exportaciones (-11.6%) resultó notoriamente menor que la de las importaciones (-28.6%). Así, el descenso de exportaciones, de más de USD 800 millones (explicado fundamentalmente por una baja de USD 770 millones en las ventas de bienes al exterior), se vio más que contrarrestado por la reducción de más de USD 2.200 millones en las importaciones (con un

descenso de cerca de USD 2.000 millones en las compras de bienes).

Por Grandes Categorías Económicas cayeron todos los rubros de importación de bienes, destacándose la incidencia de los de uso intermedio, tanto de los energéticos como del resto de insumos importados. Los precios en dólares de las importaciones en los primeros nueve meses del año sufrieron caídas de importancia, en el entorno del 20% en comparación con el promedio del año 2008, particularmente los del petróleo y los destilados.

En cuanto a las exportaciones de bienes la caída de 14% en valores corrientes se debió a las menores ventas al exterior de Carnes, Lácteos, Prendas de Vestir y Refinados de Petróleo que no pudieron ser compensados por el buen desempeño de los productos de origen agrícola. Los precios en dólares de los bienes exportados también descendieron en este período en el entorno del 13% respecto al promedio del año 2008, pero este descenso resultó menor al registrado por los precios de las importaciones.

El saldo del comercio de servicios ascendió a USD 759 millones, incrementándose en USD 195 millones en los nueve primeros meses de 2009 respecto a igual período de 2008. Esto fue producto de un mayor superávit en los rubros Viajes y Otros, y un deterioro del saldo de los servicios de Transporte explicado por la importante disminución de las exportaciones de servicios marítimos de carga. El mayor superávit del rubro Otros respondió fundamentalmente a la disminución de los gastos de agencias de transporte en el exterior.

La variación del gasto diario promedio de USD 70 (en 2008) a USD 91 (en 2009) realizado por los turistas ingresados fue el principal factor que determinó el aumento de 23% en las exportaciones de servicios turísticos en lo que va del año. Sin embargo, este aumento fue resultado de un comportamiento dispar en el período, con un incremento de aproximadamente 35% en el primer semestre y una disminución de 5% en el tercer trimestre causada por la baja en el número de visitantes. En las importaciones de servicios turísticos se observó una disminución de 6.4% en los nueve meses, producto de una baja en el número de turistas salidos y también en el gasto per cápita, fundamentalmente en el tercer trimestre.

El rubro Renta registró un saldo negativo de USD 544 millones; esta cifra indica una disminución de déficit



del entorno USD 50 millones respecto a los primeros nueve meses del año 2008, aunque con un comportamiento diferente según el sector institucional: mientras que se incrementó el déficit del Sector Público en este rubro (USD 20 millones), el déficit del Sector Privado disminuyó en USD 70 millones, principalmente explicado por las menores rentas pagadas por el Sector Privado no Financiero.

### Principales desarrollos de la Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Financiera registró en los nueve primeros meses del año una entrada neta de capitales por USD 1.737 millones, menor que la entrada registrada para igual período del año anterior -que superó a los USD 2.500 millones. Mientras que para el período enero-setiembre de 2008 este ingreso provino en el entorno de un 75% del sector privado, en lo que va de este año es el sector público quien explica cerca del 75%.

El ingreso neto de fondos del Sector Privado fue de USD 436 millones. Este menor ingreso fue consecuencia principalmente del cambio de comportamiento del sistema financiero, - que pasó de registrar una entrada de casi USD 600 millones a una salida superior a USD 400 millones; y en menor medida de la desaceleración que presentó el flujo de IED.

Asimismo, el sector público verificó un ingreso de capitales cercano a los USD 1.300 millones, como consecuencia principalmente del aumento de pasivos del Gobierno General por la contratación de préstamos con organismos multilaterales, así como de la autoridad monetaria a través de la asignación de DEG por el F.M.I.

### Activos de Reservas

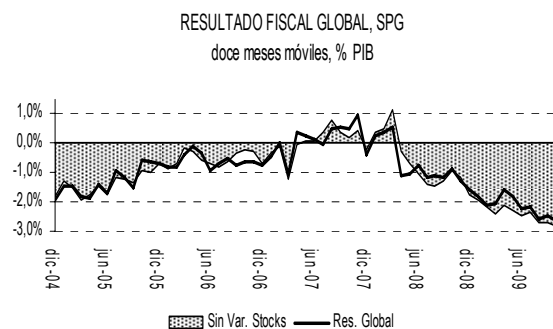
Al igual que lo que sucedió con los movimientos de la Cuenta Financiera, la variación de los Activos de Reserva presentó el mismo signo pero de menor magnitud que en igual lapso del año anterior. Conforme a la medición de balanza de pagos, que registra exclusivamente la variación por transacciones, las reservas internacionales del BCU aumentaron en USD 1625 millones en los nueve primeros meses del año, USD 577 millones en el primer trimestre, USD 450 millones en el segundo, y

USD 597 millones en el tercer trimestre, en consonancia con la contratación de deuda por parte del Gobierno Central y la asignación de DEG por el F.M.I.

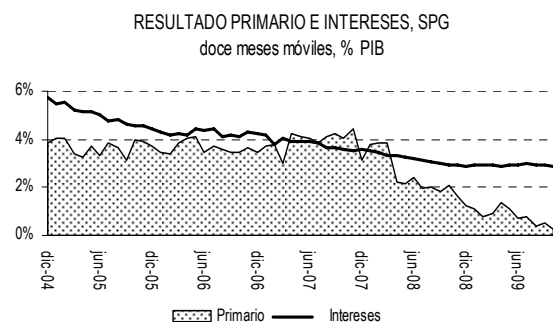
## 1.2.3 Finanzas públicas

### Resultado global y principales tendencias

Luego del superávit fiscal alcanzado en el primer trimestre de 2008, las finanzas públicas han mostrado una senda decreciente, que ubicó a las necesidades financieras del Sector Público Global (SPG) en 2,8% del PIB en los 12 meses cerrados en octubre 2009 (sin incluir variación de stocks de crudo).



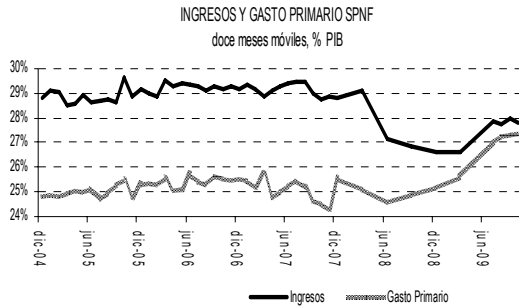
Dada la estabilidad que ha caracterizado a los intereses en niveles de 3% del PIB, el menor resultado es explicado por una reducción del superávit primario, que cerró el año móvil a octubre de 2009 en 0,3% del PIB, su mínimo desde marzo 2003. Este resultado se reduce a 0,1% del PIB al excluir las variaciones de existencias.



Esta evolución está pautaada tanto por la acción de los estabilizadores automáticos en un marco de desaceleración del nivel de actividad y fuerte caída de las importaciones, como por factores discrecionales ligados al aumento de la inversión en activo fijo y del consumo público.

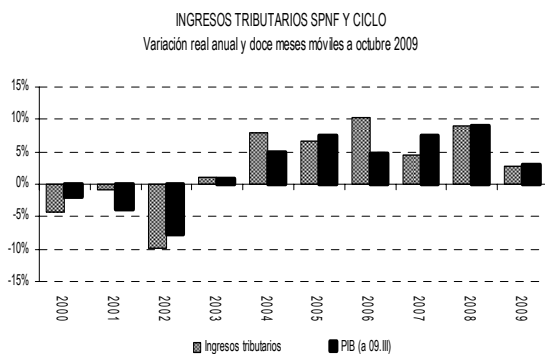
De esta forma el resultado del Sector Público no Financiero (SPNF) se deterioró como consecuencia

del aumento del gasto en términos del PIB frente a una participación estable de los ingresos, si bien ambos presentaron tasas de crecimiento reales positivas y significativas (+14% y +6% en los últimos 12 meses a octubre 2009 respectivamente).

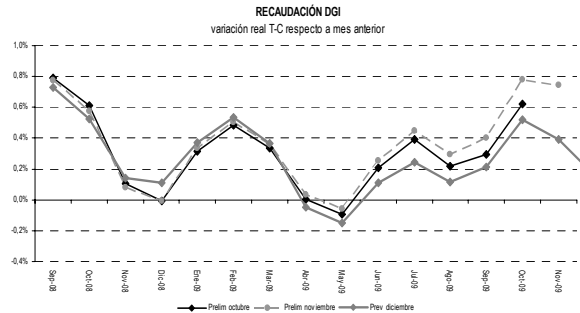


### Las finanzas públicas en el ciclo económico

La fuerte caída de las importaciones (-19,8% real en los 12 meses cerrados a octubre 2009) impactó en la recaudación del IVA por este concepto, determinando una reducción real del IVA total por primera vez desde setiembre 2003 (-1,3% en los últimos 12 meses a octubre). Por otra parte, el segundo impuesto en términos de recaudación (IRAE) presentó un crecimiento moderado en el mismo período (+3,3%). De esta forma, los ingresos tributarios del gobierno central aumentaron muy levemente (+0,5%). Asimismo, los ingresos tributarios consolidados aumentaron 2,8% en términos reales en los 12 meses cerrados a octubre 2009, en línea con el PIB, impulsados fundamentalmente por la recaudación del BPS, que creció 10,1% en términos reales.



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

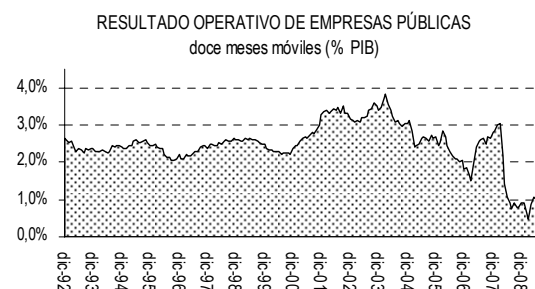


Desde el punto de vista de los egresos, los estabilizadores automáticos del gasto primario, que deberían desacelerar las prestaciones del BPS, aún no han operado. De hecho, las prestaciones del Sistema de Seguridad Social (SSS) presentaron un crecimiento real similar al observado en el salario real (+11,2% y +12% respectivamente) en los 12 meses finalizados en octubre 2009.

Lo anterior, junto al manejo discrecional de egresos, determinaron que el Gasto Primario del SPNF aumentara 14% real en el año culminado en octubre 2009. Esta evolución se continuó observando tanto en el consumo del Gobierno General (GG) como en la inversión neta de variación de inventarios de Gobierno y especialmente EEPP. Mientras tanto, el déficit de la salud reflejado en el BPS se mantuvo en 0,9% del PIB en los 12 meses cerrados a octubre, consolidando el cambio de nivel desde 0,4% del PIB por la introducción del FONASA.

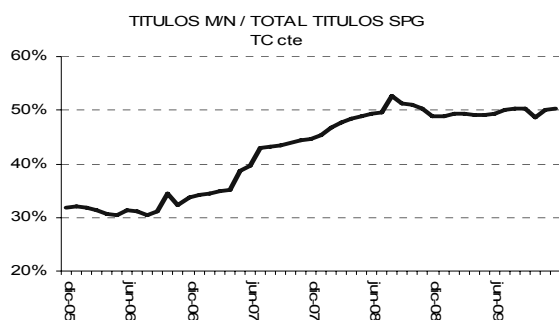
De esta forma, la evolución del Gasto Primario discrecional se suma a las presiones endógenas al aumento del déficit global durante 2009.

Por otra parte, el resultado operativo de EEPP continuó recomponiéndose en los últimos meses, en el marco de mejores condiciones energéticas y con un manejo de tarifas que ha acompañado la evolución del crudo en moneda local, si bien se mantiene por debajo del promedio histórico.



## 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, a partir de mediados de 2009, en un entorno de mayor apetito por el riesgo de emergentes junto a una presencia continua del BCU como oferente de estos títulos, la participación de los títulos en moneda local se continuó ubicando en el entorno de la mitad del circulante total.



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

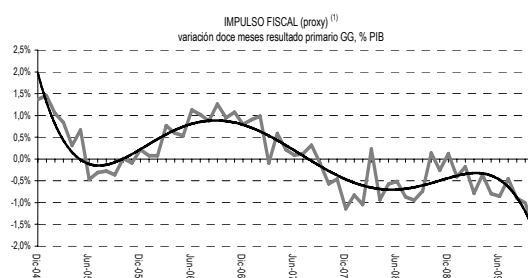
Como resultado de esta gestión, el Sector Privado tiene activos en moneda local para canalizar su ahorro, reforzando el canal del gasto intertemporal.

## 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.

En este sentido, existen factores que definirán la evolución futura del déficit global del SPG desde su actual nivel de 2,6% del PIB. Por un lado, el mayor crecimiento esperado del PIB respecto a informes anteriores permitiría un menor déficit a través de los estabilizadores automáticos. Por otro, la consolidación fiscal quedará determinada en buena medida por la confección del nuevo Presupuesto quinquenal. Esta conjunción de factores unido al nivel actual del desequilibrio fiscal llevarían a que en el mediano plazo el mismo se ubique en niveles inferiores a los de la salida de la crisis de 2002, lo que implica parámetros manejables dado el entorno macro esperado.

Paralelamente, se está observando un impulso fiscal sobre la demanda agregada – aproximado a través del cambio en el resultado primario del Gobierno General – positivo y creciente, el que puede estimarse en 1,6% del PIB en los 12 meses cerrados a octubre 2009.

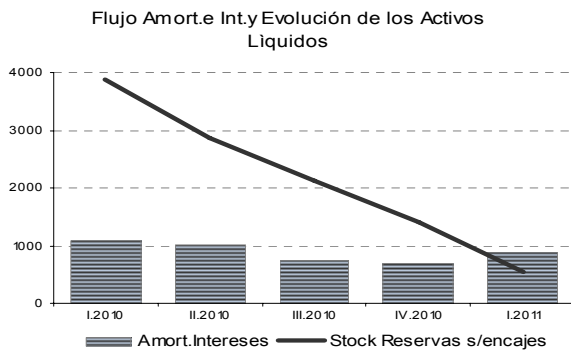


(1) Variación positiva implica impulso fiscal negativo

El mismo se continúa explicando en parte por el FONASA; sin embargo, la expansión de los últimos meses tiene su origen en el consumo de GC, tanto en remuneraciones como en compras. De confirmarse esta tendencia, podría ejercer presiones adicionales sobre el nivel de precios dada la nueva fase expansiva del ciclo económico que se estaría consolidando.

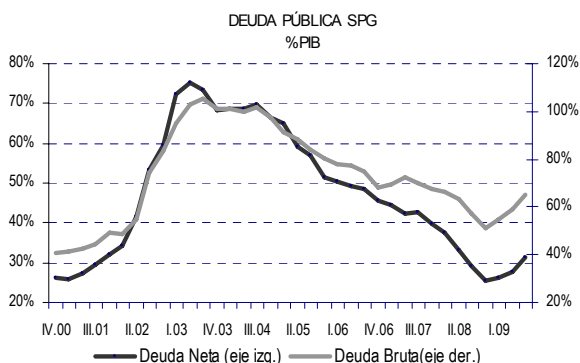
Por otro lado, en el horizonte de proyección, con un entorno financiero internacional más favorable pero aún incierto, las fuentes de financiamiento externo podrían eventualmente ser escasas. A pesar de ello, si se simula un escenario extremo de cierre completo de los mercados financieros y se compara el nivel de Activos líquidos del SPG (netos de depósitos de encaje) con el flujo de pagos que debe enfrentar por amortizaciones e intereses, tanto en moneda nacional como moneda extranjera, se observa que el nivel de Activos públicos se agotaría recién en el primer trimestre de 2011. Por ende, parece poco probable

que existan problemas de liquidez del Sector Público que comprometan la acción de la política monetaria en el horizonte de proyección.



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

Con datos al tercer trimestre de 2009 dicho ratio presentó un punto de inflexión en el primer trimestre del año, tanto en deuda bruta como neta. El principal factor explicativo han sido las operaciones de blindaje financiero, tales como desembolsos precautorios por parte de organismos multilaterales y la asignación de DEG. De esta forma la deuda bruta crece al tercer trimestre del año 13% del PIB, ubicándose en 65%. Estos valores brutos son similares a los previos a la crisis de 2002, mientras que los netos son algo inferiores.



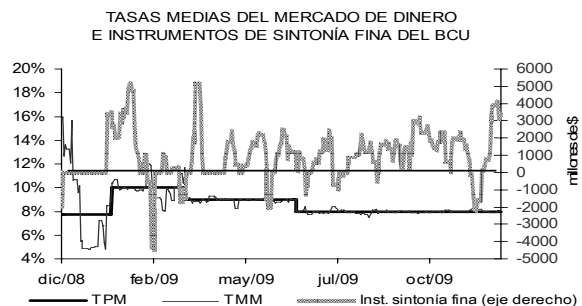
A esta evolución creciente contribuyen el mayor déficit fiscal en términos del PIB y el agotamiento en sus principales determinantes, particularmente el crecimiento del PIB en dólares, factor que fuera mencionado en varios informes anteriores.

Esta evolución reciente de la deuda-PIB, junto con un aumento del déficit global, 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 cuarto trimestre de 2009

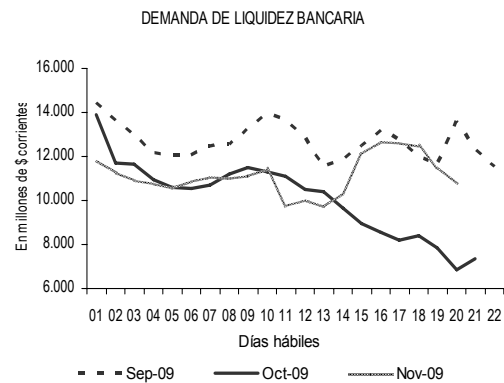
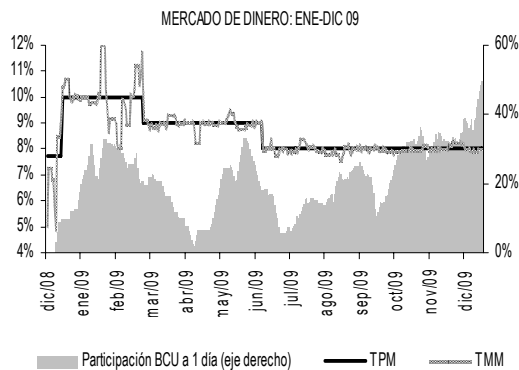
### 2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

El Comité de Política Monetaria (COPOM), en su reunión ordinaria celebrada el 21 de septiembre de 2009, decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 8%. Esta decisión reflejaba la preocupación de la autoridad monetaria con respecto a los riesgos inflacionarios, aún cuando los registros estaban convergiendo hacia el rango objetivo, entre 3% y 7% anual, y las expectativas de inflación de los agentes oscilaban en torno al techo del mismo.



Desde el punto de vista interno, los riesgos podrían derivarse de una recuperación económica que estaría resultando más acelerada que lo originalmente previsto. A esto se agregaba un contexto internacional que, si bien mostraba un menor grado de incertidumbre, no lucía aún estable.

Una vez adoptada la decisión sobre el nivel de la TPM, la gestión de la política monetaria tuvo como objetivo ubicar la tasa de interés de corto plazo en torno a ese valor definido por el COPOM. Para ello, fueron utilizados los instrumentos de política disponibles, que abarcaron distintos rangos de plazos y que permitieron equilibrar el mercado de dinero en niveles consistentes con el 8% definido.



La Tasa Media de Mercado (TMM)<sup>1</sup> en el transcurso de todo el trimestre se ubicó en niveles cercanos a la referencia dada por la TPM y continuó exhibiendo una volatilidad moderada. Este comportamiento fue alcanzado en un contexto en el cual se intensificó el uso de instrumentos de sintonía fina, procesándose un gradual pero sostenido aumento del grado de intervención del BCU en la operativa del mercado de dinero a partir de fines del mes de septiembre.

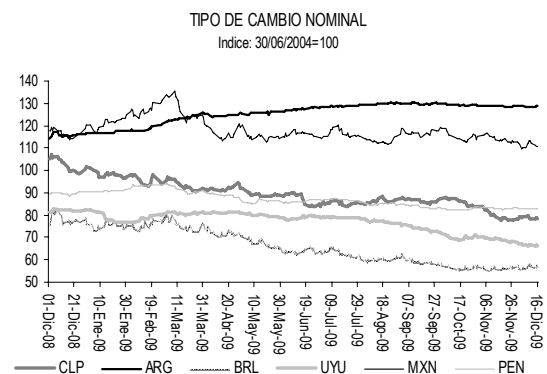
tal como se desprende de la gráfica anterior, a fin de alcanzar el equilibrio en el mercado de dinero la gestión de la liquidez, a excepción de un período puntual a fines de noviembre, requirió la continua colocación de instrumentos de esterilización de corto plazo.

Adicionalmente, en este último trimestre del año fue necesario utilizar intensivamente las LRM y las Notas en UI a fin de esterilizar liquidez estructural. En efecto, los desfases entre la demanda y la oferta de liquidez requirieron que, además de la ya mencionada esterilización de corto plazo, se produjera un aumento del stock de LRM por el equivalente a casi \$ 12.000 millones. Desde el lado de la demanda fue necesario compensar los efectos de la reducción en los requerimientos de encaje en moneda nacional de 25% a 20% para los depósitos líquidos dispuesta a partir del mes de octubre.

A los efectos de esa menor demanda se agregan los derivados de la expansión de la oferta monetaria, destacándose especialmente en el presente trimestre la generada por las importantes compras de divisas que el BCU realizó en el período, las que totalizan USD 577 millones al 17/12/2009, las que superan las acumuladas durante los primeros nueve meses del año (USD 353 millones).

A fin de llevar adelante esta estrategia el BCU realizó 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 evolución de la moneda doméstica acompañara las principales tendencias mundiales, sin experimentar movimientos bruscos, evidenciando una menor volatilidad en relación a otras economías emergentes.

Dentro del análisis del manejo de la liquidez debe recordarse el rol que cumplen las licitaciones de LRM en el marco de la gestión de la actual política monetaria.

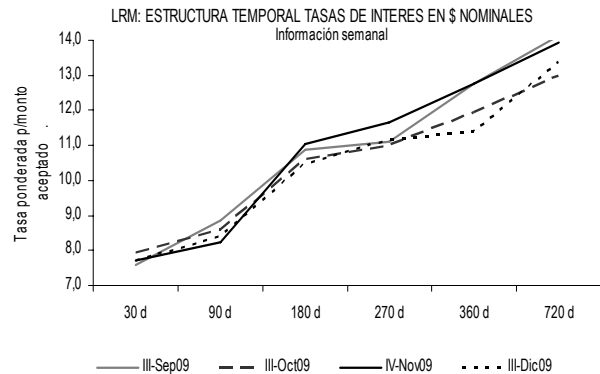
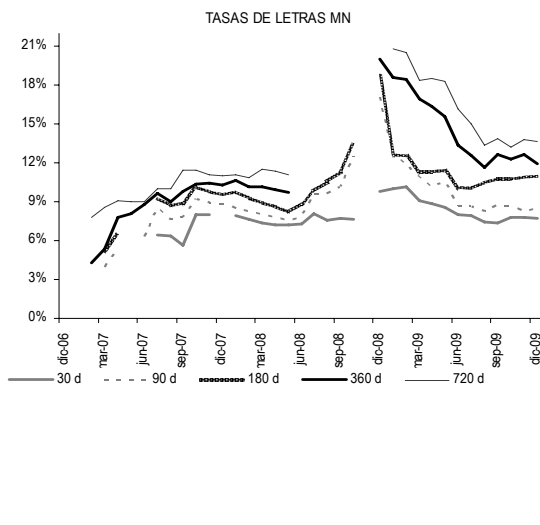


<sup>1</sup> La TMM incluye las tasas de las siguientes operaciones: Call interbancario, Call Giro, CDs a un día emitidos por el BCU y REPOS y REPES a un día realizados por el propio BCU.

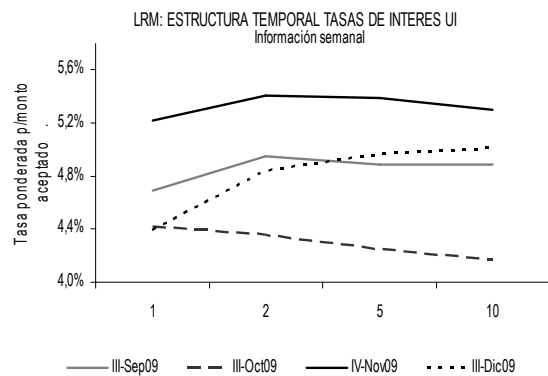
Estos instrumentos son utilizados, tal como se observó antes, como el medio a través del cual se

retira del mercado liquidez de largo plazo o estructural. Por otro lado, las tasas pagadas sobre ellos sirven de referencia para las operaciones pasivas y activas en el sistema de intermediación financiera en pesos, constituyéndose en un referente para el desarrollo de los mercados en pesos..

Frente a la estabilidad mostrada por las tasas a un día durante el último trimestre del año, la curva de rendimientos de las LRM en pesos nominales no tuvo cambios significativos en los tramos más cortos, aunque sí registró variaciones algo más importantes en los plazos más largos. Estos últimos movimientos estuvieron vinculados sobre todo a los cambios que presentaron las expectativas de inflación durante los últimos meses. Es así como las tasas pagadas en las LRM a uno y dos años de plazo presentaron claras caídas hasta la tercera semana de octubre, un repunte entre ese momento y fines de noviembre y nuevos descensos en el tramo final del año.<sup>2</sup>



Las variaciones de tasas en los tramos más largos de la curva de títulos en pesos nominales también respondieron a cambios introducidos en la gestión de liquidez, y no sólo a las expectativas de inflación. Es por ello que la curva de rendimientos de los títulos en Unidades Indexadas (UI) también registró caídas hasta la tercera semana de octubre, aumentos entre ese momento y fines de noviembre y caídas desde entonces. No debe olvidarse que los títulos en UI tienen plazos que van desde 1 a 10 años.

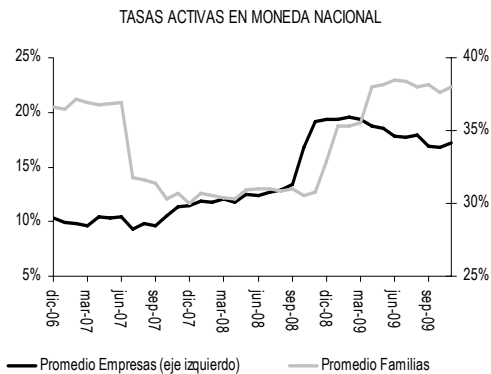


La evidencia indica que, gradualmente, las tasas activas en moneda nacional han reaccionado en el sentido esperado a los movimientos de las tasas de las LRM, sobre todo a las tasas de los títulos a menor plazo. Este comportamiento puede observarse en los segmentos más competitivos del mercado de crédito en moneda nacional, que corresponde a las líneas de financiamiento a empresas.

Es así cómo las tasas activas en moneda nacional cobradas a empresas se han mantenido relativamente estables durante los últimos meses del año, acompañando la estabilidad que en ese período

<sup>2</sup> La encuesta de expectativas de comienzos de octubre mostró un descenso de la inflación esperada con relación al relevamiento anterior, la de comienzos de noviembre mostró un aumento y la de comienzos de diciembre una nueva caída (considerando la mediana de las expectativas a 12 y 18 meses).

mostraron las tasas de LRM a plazos cortos. Debe recordarse que las tasas activas cobradas a empresas habían mostrado una clara tendencia decreciente desde fines del primer trimestre del año, principalmente hasta mediados de año, lo que resulta consistente con la reducción que en ese período experimentaron las tasas de las LRM. Téngase presente que el plazo promedio de los préstamos en pesos concedidos a empresas es de un mes y medio. (unos 40 días en noviembre).

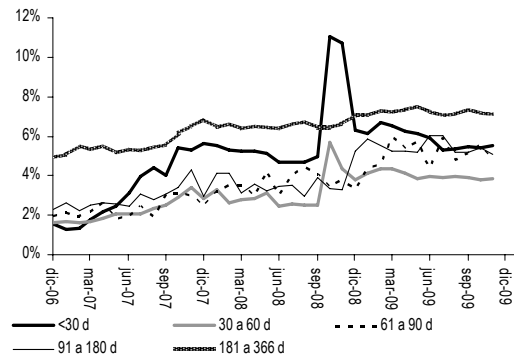


A pesar de la caída registrada durante 2009 en las tasas activas cobradas a empresas, éstas se ubican claramente por encima de su nivel previo a la crisis financiera internacional. En este sentido destaca el comportamiento del BROU cuyas tasas se ubican por encima del promedio cobrado por el sistema, a diferencia de lo que pasaba antes de la crisis.

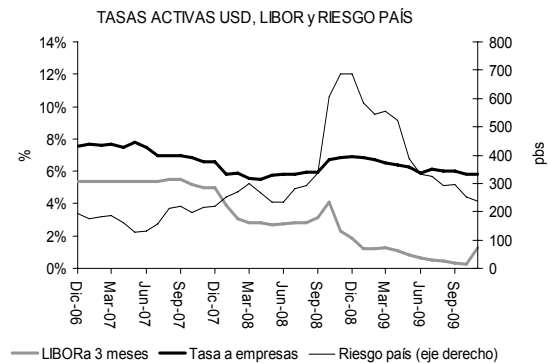
En el caso de los préstamos a familias las tasas cobradas habían registrado un importante aumento durante los últimos meses de 2008 y comienzos de 2009, interrumpiéndose su tendencia recién a mediados de año. Desde ese momento se han mantenido relativamente estables. Este comportamiento refleja que estas tasas tienen escasa reacción a los movimientos de las tasas de las LRM.

Las tasas pasivas en moneda nacional tampoco sufrieron cambios relevantes en el trimestre, en línea con lo sucedido con el resto de las tasas. Sólo hubo fluctuaciones en el tramo de 61 a 90 días. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que los depósitos a este plazo representan menos de 5% del total (datos de noviembre).

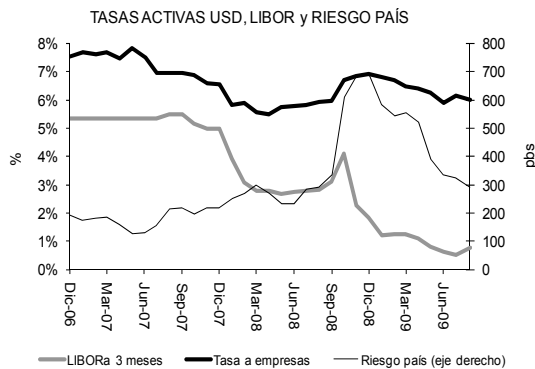
TASAS PASIVAS EN MONEDA NACIONAL



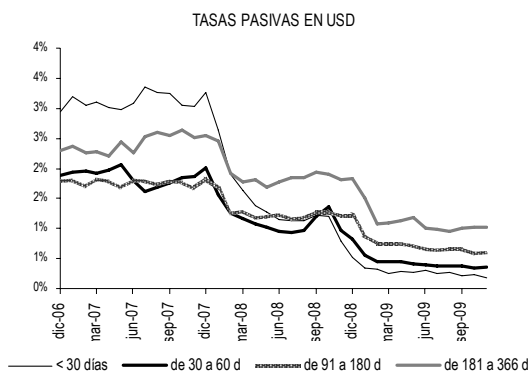
En economías con un alto grado de dolarización como es el caso de la economía uruguaya, resulta pertinente analizar el comportamiento de las tasas en dólares, que es la moneda en la cual se pactan la enorme mayoría de las operaciones en moneda extranjera.



Las tasas activas en dólares se mantuvieron prácticamente estables en el último trimestre del año, pese a que el Riesgo País siguió bajando fuertemente y las tasas internacionales se mantuvieron en un nivel históricamente bajos. En general las tasas activas en dólares suelen reaccionar ante los movimientos de estas dos variables, pero esta reacción no suele ser significativa. Es así como el importante aumento del Riesgo País en los últimos meses de 2008 no se tradujo en aumentos de la misma intensidad en las tasas activas en dólares, mientras que la caída que el Riesgo tuvo este año tampoco se trasladó completamente a las mismas.



Por su parte, las tasas pagadas por los bancos por los depósitos que reciben en dólares permanecieron estables en el último trimestre del año, tal como viene ocurriendo desde mediados de año. Como fue señalado en otras oportunidades, los bajos niveles en que se ubican estas tasas, cercanos a cero en los plazos más cortos, limitan la posibilidad de nuevos ajustes a la baja.

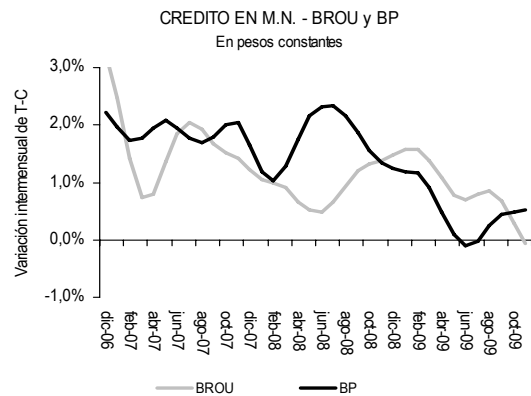


## 2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

Durante el último trimestre de 2009 el crédito bancario mostró escaso dinamismo, tal como ha venido sucediendo desde el agravamiento de la crisis internacional a fines de 2008. Este comportamiento se ha observado tanto en los préstamos en moneda nacional como en moneda extranjera.

En el caso de la moneda nacional, la tendencia-ciclo del stock de crédito viene registrando en los últimos meses variaciones reales cercanas a cero, lo que en términos anualizados supone un crecimiento inferior a 2%. En el margen este estancamiento es el resultado

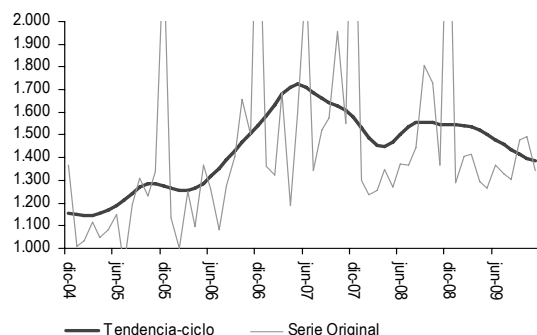
combinado de una recuperación insinuada a nivel de la BP y una nueva desaceleración en el BROU. Cuando en el segundo semestre de 2008 la crisis internacional comenzó a impactar en Uruguay había sucedido lo contrario: la pérdida de dinamismo más pronunciada se había producido en BP, mientras que en el BROU el crédito se había acelerado.



La evolución de los flujos mensuales de nuevos créditos en moneda nacional también ha sido muy moderada, ya que desde los últimos meses de 2008 los mismos han caído de manera sostenida en términos reales (ver componente tendencia-ciclo).

Comparando con los niveles pre-crisis financiera parece aumentar la participación de los créditos concedidos al Agro, Construcción, Industria y Comercio, mientras que se insinúa una menor participación de los créditos concedidos a otros sectores de servicios.

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

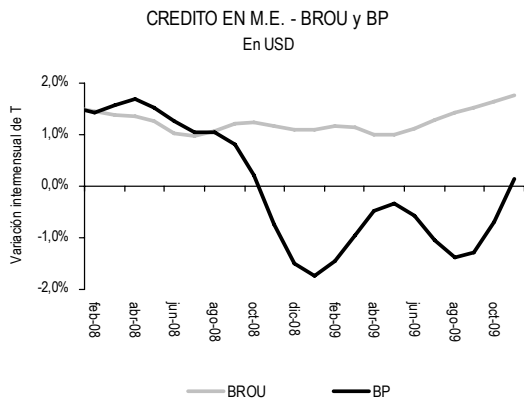


Uno de los factores que podría estar incidiendo en la pérdida de dinamismo del crédito en moneda nacional ha sido su costo. Como ya fue mencionado, las tasas activas en pesos han venido bajando desde el



segundo trimestre de 2009, pero aún se ubican por encima de los niveles pre-crisis.

En los préstamos en moneda extranjera también hubo un escaso dinamismo, ya que el stock total de crédito se desaceleró fuertemente desde mediados de 2008 y desde comienzos de 2009 comenzó registrar caídas. El freno del crédito en moneda extranjera se verificó sobre todo en BP, ya que en BROU siguió creciendo.



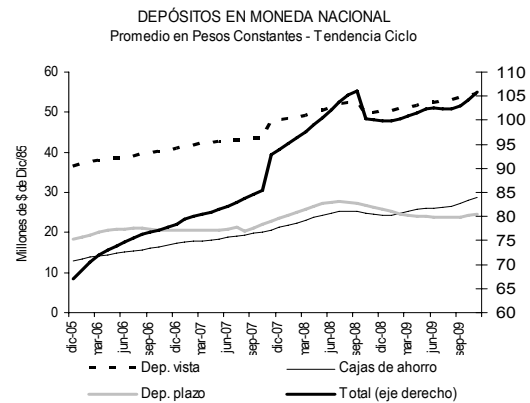
También se desprende un escaso dinamismo del crédito en moneda extranjera al analizar los flujos efectivamente concedidos. En efecto, a partir del tercer trimestre del año pasado los nuevos préstamos concedidos en moneda extranjera han oscilado siempre por debajo de los máximos alcanzados en setiembre de 2008.

Este descenso del crédito en moneda extranjera del último año parecería no estar relacionado con un incremento de las tasas activas, ya que como fue mencionado las tasas activas en dólares, moneda en la que se pactan la enorme mayoría de los créditos en moneda extranjera, no han presentado variaciones significativas durante el último año. Por lo tanto, el escaso dinamismo en el otorgamiento de este tipo de créditos se relacionaría o bien con la imposición de restricciones de tipo cuantitativo por parte de las instituciones bancarias, o bien con la menor demanda por este tipo de financiamiento por parte de los agentes debido a mayor incertidumbre respecto a la evolución del contexto macroeconómico global.

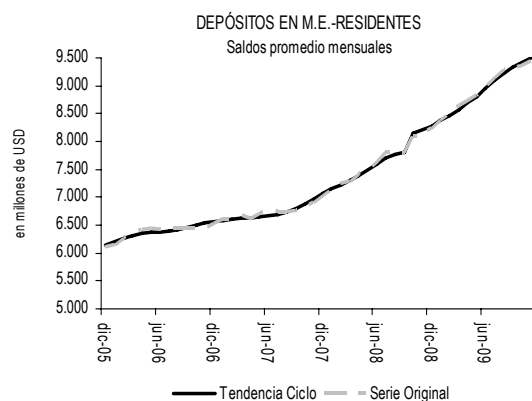
El poco dinamismo que ha presentado el crédito bancario desde los últimos meses de 2008 ha contrastado con la evolución de los depósitos.

Los nominados en moneda nacional, que en el tercer trimestre prácticamente habían dejado de crecer, volvieron a acelerarse en el último trimestre del año.

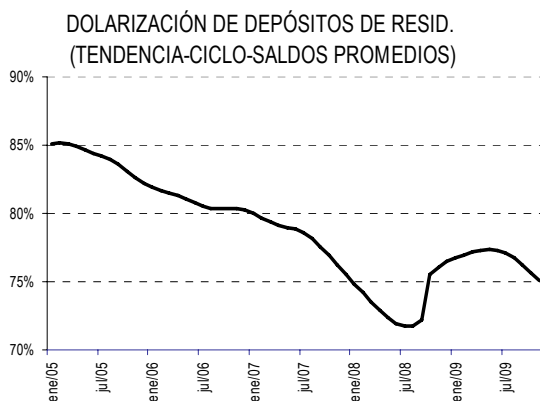
Los componentes tendencia-ciclo de las distintas series de depósitos en moneda nacional, expresados en pesos constantes, muestran que este crecimiento estuvo impulsado tanto por los depósitos transaccionales –a la vista y en caja de ahorro–, como por las colocaciones a plazo fijo, que en el margen comenzaron a mostrar un aumento. En los últimos meses varias instituciones comenzaron a ofrecer tasas pasivas más atractivas por los depósitos a plazo en moneda nacional. Este comportamiento podría estar detrás de la recuperación que comenzaron a insinuar las colocaciones a plazo, que desde mediados de 2008 venían mostrando una tendencia decreciente.



Por otra parte, los depósitos en moneda extranjera realizados por agentes residentes han mantenido una sostenida tendencia creciente durante todo el 2009, luego de haber mostrado un claro escalón hacia arriba en octubre del año pasado, cuando los agentes aumentaron su preferencia por los activos nominados en dólares, tras el agravamiento de la crisis internacional.



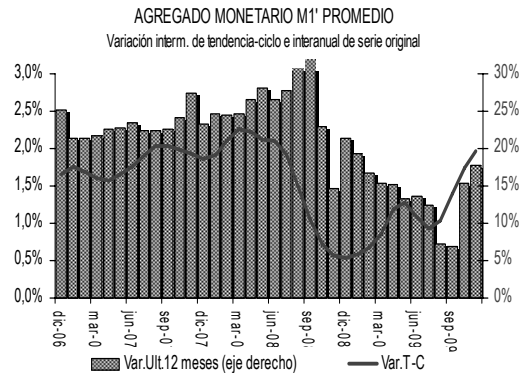
De esta forma, desde octubre de 2008 el grado de “dolarización” de los depósitos, calculado como el cociente entre los depósitos en moneda extranjera sobre los depósitos totales captados por los bancos, presentó un incremento relativamente rápido, pasando de niveles inferiores a 72% a mediados de 2008 a más de 77% un año después (mediciones en términos de tendencia-ciclo). Fue recién desde ese momento que el grado de “dolarización” comenzó a ceder nuevamente, ubicándose en torno a 75% en las últimas mediciones de 2009.



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.

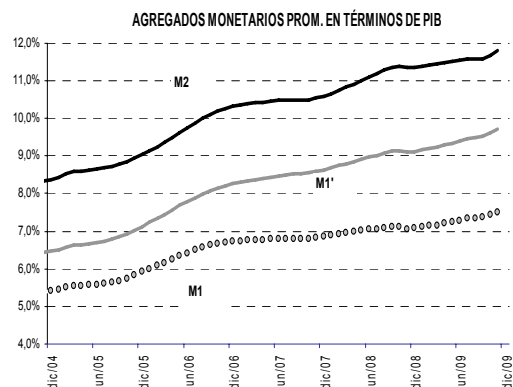
En los últimos meses los medios de pago vienen mostrando una aceleración en su ritmo de crecimiento, lo que se refleja tanto en sus variaciones mensuales del componente tendencia-ciclo como en las variaciones interanuales de las series originales. Esto se constató tanto en las mediciones realizadas con el agregado monetario M1 como en las efectuadas con el M1'.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> El agregado M1 incluye el circulante en poder del público y los depósitos a la vista en moneda nacional del público en los bancos. El M1' incluye estos mismos instrumentos y las cajas de ahorro.



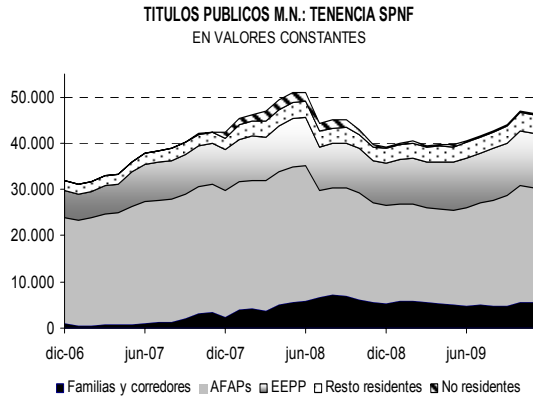
Esta evolución reciente de la oferta de medios de pago debe evaluarse con cuidado, pues podría sugerir que en la economía uruguaya se estarían generando presiones inflacionarias. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en los últimos meses también hubo una importante recuperación en la demanda real de dinero debido al repunte del nivel de actividad económica, y a la reversión del cambio de portafolio hacia los activos en dólares que se había iniciado a mediados de 2008.

Este último fenómeno no sólo se reflejó en la demanda de medios de pago, ya que el agregado monetario M2, que además de los medios de pago incluye a los depósitos a la plazo fijo, componente reserva de valor de la demanda de dinero, volvió a repuntar en términos del PIB (11,8% a noviembre). Debe recordarse que el ratio de todos los agregados con el PIB se habían estabilizado en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009.



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

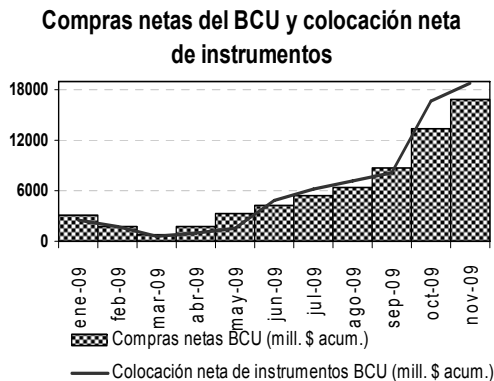
nacional. Este nuevo proceso de desdolarización que experimenta la economía seguramente está vinculado a la debilidad del dólar a nivel internacional y los efectos que este fenómeno ha tenido sobre el mercado local.



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.

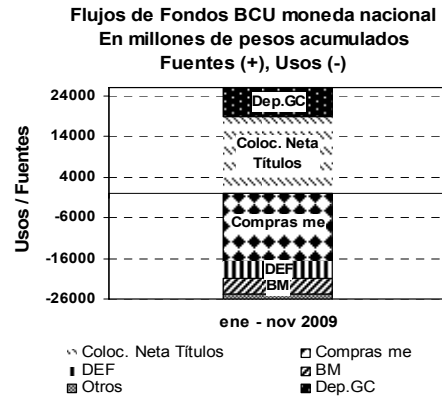
### 2.3 El balance monetario del banco central

Durante los once meses transcurridos del año el BCU incrementó sus activos externos propios en más de USD 1.200 millones, de los cuales USD 774 millones corresponden a compras de divisas para moderar la volatilidad del tipo de cambio. El efecto expansivo de las compras de divisas fue esterilizado vía la colocación de instrumentos de regulación monetaria.

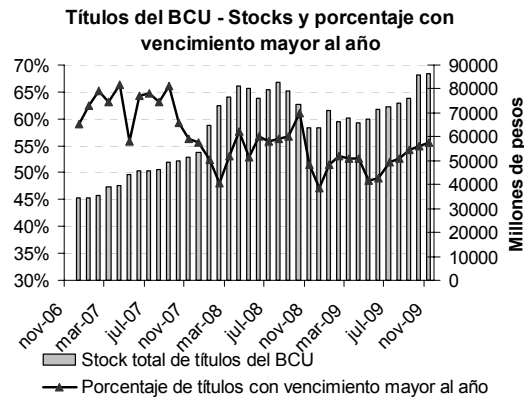


El aumento de disponibilidades en pesos del GC permitió cubrir casi en su totalidad el efecto expansivo

del déficit en moneda nacional del BCU y la caída estacional de la base monetaria.



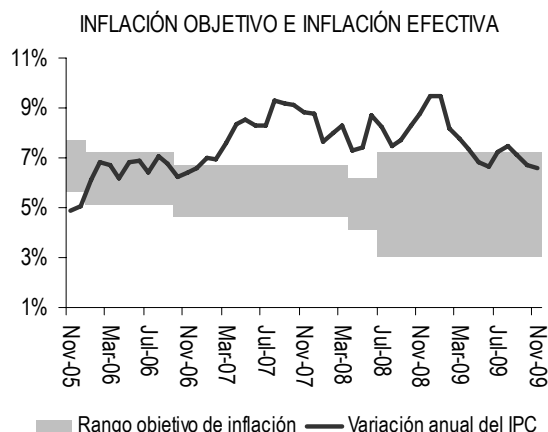
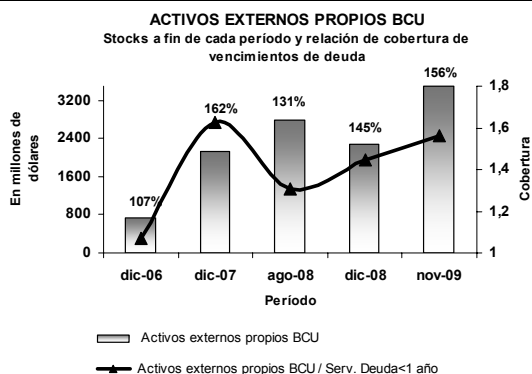
Al cierre de noviembre, el circulante de instrumentos del BCU se ubica en un entorno del 12% del PIB. Del stock total de instrumentos un 56% tiene vencimientos que trascienden el año.



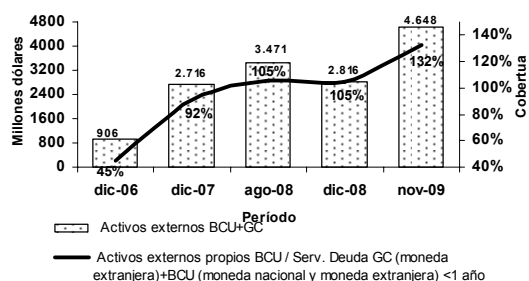
El resto de la ganancia de activos externos propios se explica fundamentalmente por la reasignación de DEGs (Derechos especiales de Giro) por parte del FMI por USD 355 millones.

Al cierre de noviembre, el stock de activos externos propios supera en 56% el servicio de deuda en moneda nacional y extranjera que el BCU debe cubrir en el horizonte de un año.

También se incrementaron los activos externos que el BCU tiene en calidad de depositario de los fondos del GC (en torno a USD 600 millones). Estos fondos provinieron del endeudamiento externo.



**ACTIVOS EXTERNOS BCU + GC**  
Stocks en millones de dólares a fin de cada periodo y relación de cobertura de vencimientos de deuda GC en moneda extranjera y BCU en moneda nacional y extranjera



El IPC creció 0.28% en el trimestre cerrado en noviembre. Se destacó la caída de precios de los transables internacionales y el abaratamiento de las frutas y verduras. Los aumentos de precios de los bienes y servicios transables regionalmente y de los no transables, así como el encarecimiento de los cigarrillos terminaron teniendo más impacto en la variación del IPC.

Entre setiembre y noviembre, los precios administrados tuvieron un incremento promedio de 0.62%. Se trata de un grupo de precios 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 fue sustancialmente inferior al del semestre anterior (9.6%). La caída del tipo de cambio y las condiciones climáticas contribuyeron a la mejora del resultado operativo de las empresas públicas, con lo que disminuyó la necesidad de recurrir a aumentos de tarifas.

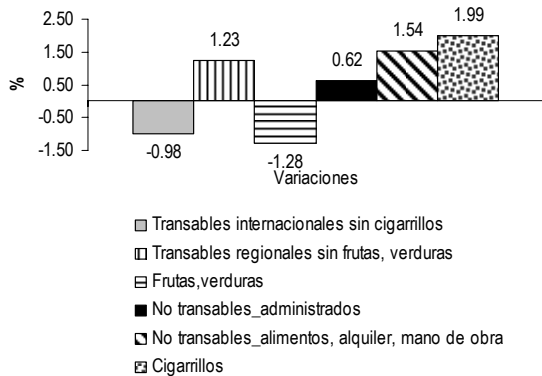
Así, el stock de activos externos del consolidado BCU+GC permite cubrir el 132% de la deuda (intereses y amortizaciones) del BCU en moneda nacional y moneda extranjera y del GC en moneda extranjera.

### 3 Evolución de los precios

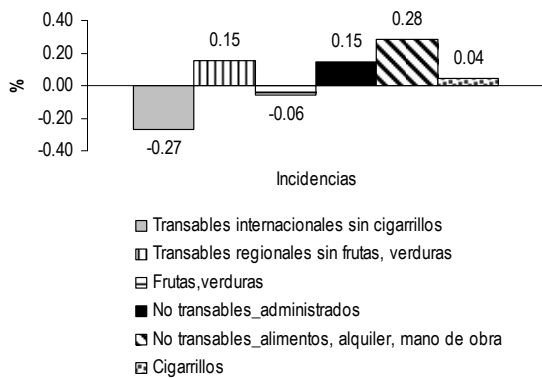
#### 3.1 Análisis de la inflación

El Índice de Precios del Consumo (IPC) creció 6.39% en el año culminado en noviembre. Esta variación se ubicó dentro del rango objetivo definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM), situación que ha venido ocurriendo durante el último trimestre.

**IPC en setiembre - noviembre**



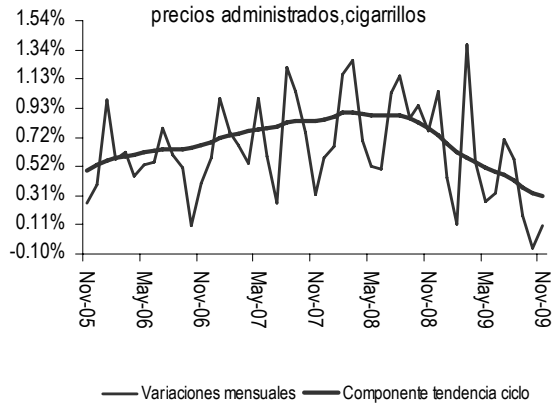
**IPC en setiembre-noviembre**



Los precios incluidos en la serie “Resto del IPC” registraron un aumento promedio de 0.21% entre setiembre y noviembre. 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.

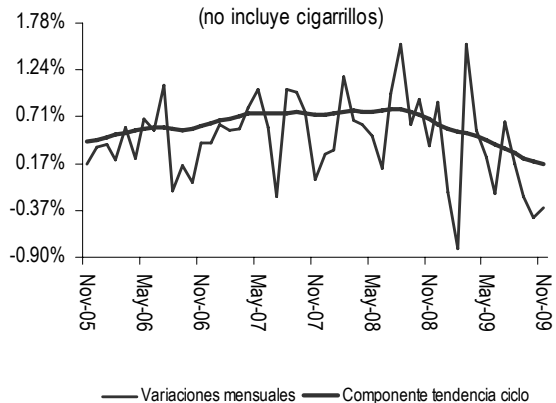
El componente más persistente de las variaciones mensuales de los precios incluidos en “Resto de IPC” siguió evolucionando a la baja. El componente tendencia-ciclo de estas variaciones de precios ha venido cayendo desde agosto de 2008 para llegar a 0.31% en noviembre.

**IPC sin frutas, verduras, precios administrados, cigarrillos**

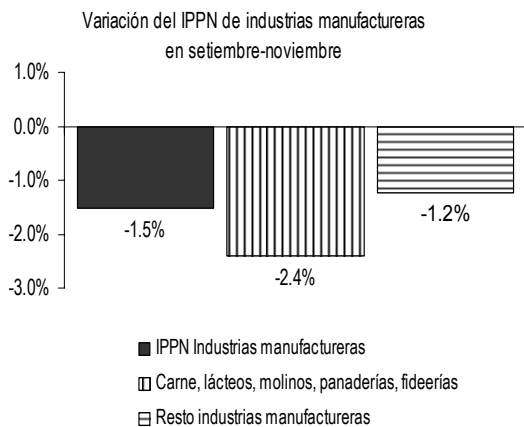


Se destaca la evolución decreciente del componente tendencia-ciclo de las variaciones mensuales de los precios de los bienes transables internacionalmente. La cotización doméstica del dólar acumuló una caída de 16% entre enero y noviembre de 2009 y llegó a un nivel similar al de pre-crisis internacional. Esta variación del dólar se dio en un contexto en que si bien se observó una recuperación de los precios de exportación e importación que enfrentó la economía uruguaya en los mercados internacionales, el nivel medio de estos precios estuvo sustancialmente por debajo del de 2008. Un análisis muy básico de la evolución de los precios internacionales más relevantes para Uruguay, permite apreciar que han cedido las presiones inflacionarias asociadas al entorno internacional. Así, el índice de precios de exportación expresados en dólares del tercer trimestre de 2009 fue 15.4% inferior al correspondiente a 2008. En el caso del índice de precios de importación expresados en dólares, la caída fue de 17.8%.

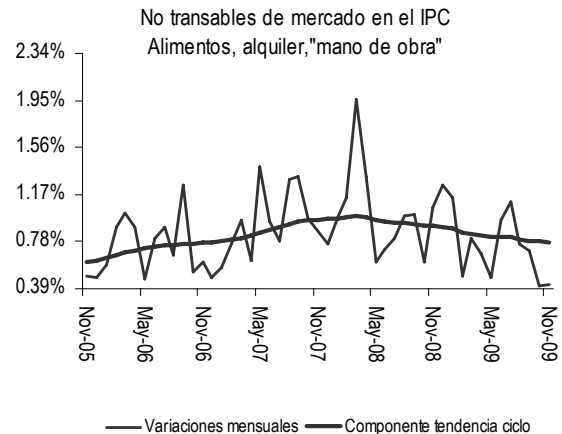
**Bienes transables internacionales en el IPC (no incluye cigarrillos)**



La evolución de los últimos meses de los precios percibidos por los productores domésticos de la industria manufacturera, 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. Se estuvo muy lejos de los shocks de oferta asociados a aumentos de precios internacionales de commodities de 2007 y gran parte de 2008.



También ha mostrado una caída sostenida el componente más persistente de las variaciones mensuales de los precios de los bienes y servicios no transables "de mercado". La evolución de los precios de los alimentos y de los salarios tuvo una incidencia importante en este comportamiento. Se destaca el cambio en el patrón de ajuste salarial. En efecto, los incrementos de salarios de 2009 se concentraron en el tercer trimestre, a diferencia de lo ocurrido en 2008, año en que se observaron aumentos salariales de entidad durante todo el segundo semestre. Mientras 2008 fue un período de negociación salarial, los ajustes salariales de 2009 estaban predeterminados por los acuerdos de los Consejos de Salarios.

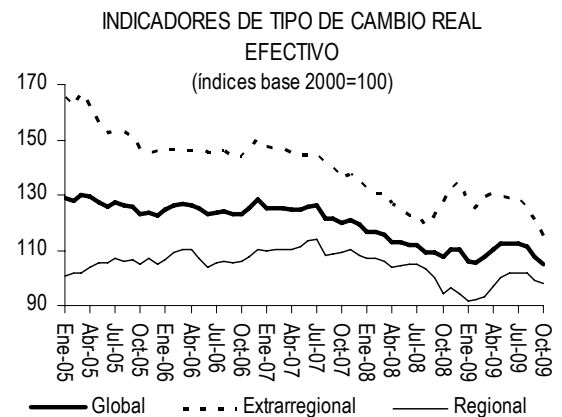


### 3.2 Precios relativos

El indicador de tipo de cambio real efectivo cayó 6.9% en el trimestre agosto-octubre.

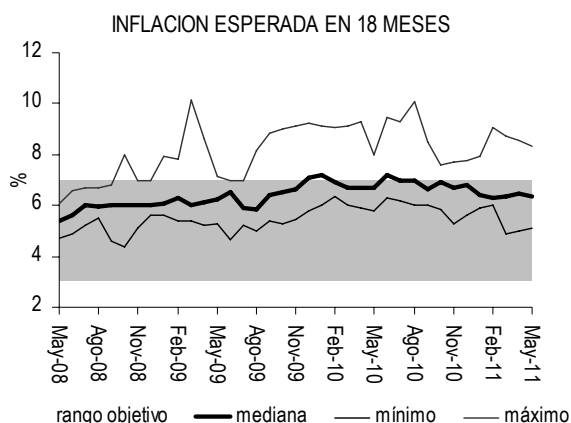
Cabe destacar que la caída del índice de tipo de cambio real efectivo frente a Brasil fue significativamente menor. En el trimestre considerado, este indicador disminuyó 1.8%.

A nivel extrarregional, la apreciación real llegó a 10.41%.

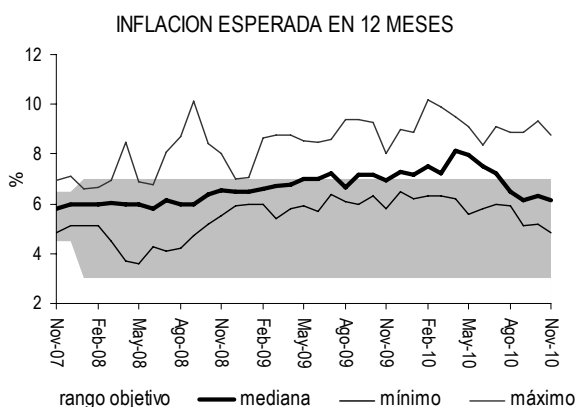


### 3.3 Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria (mayo de 2011) fue de 6.35% en diciembre. Como ha venido ocurriendo desde marzo de este año, las expectativas de inflación de los analistas consultados se encuentran dentro del rango objetivo vigente hasta esa fecha, sin perjuicio de la modificación introducida por el CCM mencionada al final del informe.



En el horizonte anual y por cuatro meses consecutivos, las expectativas de inflación de los agentes también se ubicaron dentro del rango meta. Para el período comprendido entre diciembre de 2009 y noviembre de 2010, la mediana de la inflación esperada por los profesionales consultados se ubicó en 6.15%.



## 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, en particular los acuerdos de precios y las medidas fiscales adoptadas con dicha finalidad, evitaron que la variación del IPC alcanzara el 10% en términos anuales. Asimismo, dichas medidas le dieron a las de política monetaria materializadas en el alza de la Tasas de Política Monetaria, el tiempo que requieren para operar sobre la inflación. En efecto, la reducción de la inflación medida en los últimos doce meses se ha ubicado

consistentemente dentro del rango-meta en los últimos seis meses, luego de haber alcanzado 9,2% en diciembre de 2008, mientras que las expectativas de inflación del mercado se han ubicado consistentemente dentro del rango-meta, ya sea a 12 como a 18 meses (horizonte de proyección de la política). En ese sentido el Banco Central evalúa los últimos resultados como positivos, sin perjuicio de lo cual hay aspectos que merecen atención.

En primer lugar, a pesar de que la reducción inflacionaria es generalizada si se la observa por distintos tipos de bienes y servicios, todavía los caracterizados como no transables (aquellos no expuestos a la competencia externa) crecen por encima del promedio. Los análisis de inflación subyacente corroboran estos resultados.

En segundo lugar, si bien por primera vez en mucho tiempo las expectativas se encuentran dentro del rango, todavía se encuentran en niveles algo superiores a 6% anual, un punto porcentual por encima del centro del rango (5%).

### 4.2 Escenario Internacional y su impacto interno.

El escenario internacional sigue mostrando señales auspiciosas, siendo que el grado de incertidumbre se ha reducido, aunque aún se está lejos de una situación de estabilidad. Por una parte, ya se aprecian los frutos de las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han aplicado con el fin de mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas, pues hay signos de reversión del ciclo contractivo. El menor dinamismo externo explica buena parte de la desaceleración en el crecimiento interno del último año y no augura una 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, si bien se han recuperado los precios de *commodities*, su impacto doméstico se ha mitigado por la debilidad relativa del dólar en los mercados mundiales, aspecto que también se reflejó en el mercado doméstico con una apreciación del peso.

**4.3 Escenario interno.** La flexibilidad del régimen cambiario ha permitido que el ajuste de precios relativos se fuera procesando sin traumas para la competitividad de la economía, pero también sin presiones indebidas sobre la tasa de inflación doméstica. Con ese fin el Banco Central ha permitido que el peso uruguayo acompañara las tendencias

internacionales pero ha intervenido para evitar movimientos bruscos e innecesarios, en una economía que todavía exhibe una alta dolarización. Incluso, debido a que la política fiscal anticíclica no permitió generar el superávit habitual en moneda nacional para que el Estado adquiriera los dólares que requiere para sus operaciones corrientes, el Banco Central incrementó sus operaciones cambiarias a los efectos de que no se procesaran efectos indeseados en el tipo de cambio.

Asimismo, los datos del tercer trimestre del PIB confirman un escenario de crecimiento moderado para 2009, tanto del producto como del gasto, incluso más rápido de lo que esperaban los analistas y el gobierno un trimestre atrás. En paralelo la tasa de desempleo ha evolucionado consistentemente retomando una reducción. Todo ello elevó levemente el crecimiento de la demanda real por dinero durante 2009, aunque se sigue manteniendo modesto, por lo que el Banco Central ha vigilado que la evolución de la oferta de dinero resulte compatible con ese crecimiento y con el mantenimiento armónico de la Tasa de Política Monetaria. Por esa razón, debió esterilizar buena parte de las operaciones de cambio comentadas precedentemente, lo que significó un incremento importante del stock de Letras de Regulación Monetaria y Notas. No obstante este incremento, las reservas internacionales propias del Banco Central otorgan una cómoda cobertura de quince meses del servicio de deuda de la Institución. Estas intervenciones esterilizadas han impactado negativamente sobre el resultado del BCU debido a la diferencia de rendimientos entre los activos externos y los pasivos que emite.

**4.4 Decisiones de Política Monetaria.** En esta oportunidad se tomaron dos medidas de política monetaria. Por una parte, en el seno del Comité de Coordinación Macroeconómica reunido el 21 de Diciembre, se entendió pertinente reducir el rango-meta desde 3%-7% a 4%-6% a partir de mayo de 2011. Dado que se interpretó que las condiciones existentes en 2008 que habían justificado ensanchar el rango de tolerancia ya no estaban presentes, se priorizó el objetivo de dar una señal más sólida acerca del compromiso de estabilidad de precios con este anuncio.

La segunda medida de política monetaria se tomó en el ámbito de actuación del Comité de Política Monetaria. En particular, se decidió reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde el actual 8% hacia

6,25%, lo que implicó una reducción de 175 puntos básicos. El relajamiento de la política monetaria se justifica debido a que tanto la tasa de inflación como las expectativas de los agentes se han instalado consistentemente dentro del rango meta, sin perjuicio de lo cual la TPM en términos reales (deducida la expectativa inflacionaria en el horizonte de proyección) se mantiene prudentemente positiva, en particular si se espera que la decisión del Comité de Coordinación Macroeconómica ya comentado impacte positivamente en las expectativas a futuro en el sentido de que las mismas se sigan reduciendo y orientando al centro del rango.

**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 ubicara 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%, siendo que a partir de ahora ese rango se situará entre 5,75% y 6,75%. 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, 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 de tasa de interés.

Cabe mencionar que el Banco Central del Uruguay ha anunciado nuevas reducciones de las alícuotas de encajes, tanto en moneda nacional como extranjera, los que terminarán situándose en 12% y 15% respectivamente. Atendiendo a la liberación de recursos líquidos que significará y con el fin de que la mencionada reducción no dificulte el normal desempeño de los mercados de dinero y de divisas, el Banco Central anunciará la oferta de una licitación por un monto extraordinario de Letras de Regulación Monetaria y Notas a diversos plazos, disponiéndose que los bancos que lo deseen puedan retirar la liberación de encajes en dólares o en moneda nacional, tal como sucedió durante la reducción de encajes operada en el mes de setiembre.