



# INFORME DE POLITICA MONETARIA

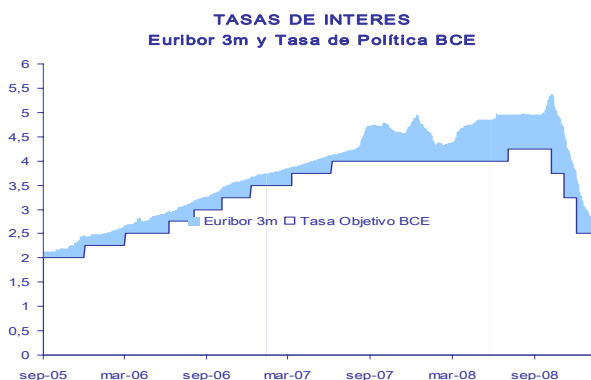
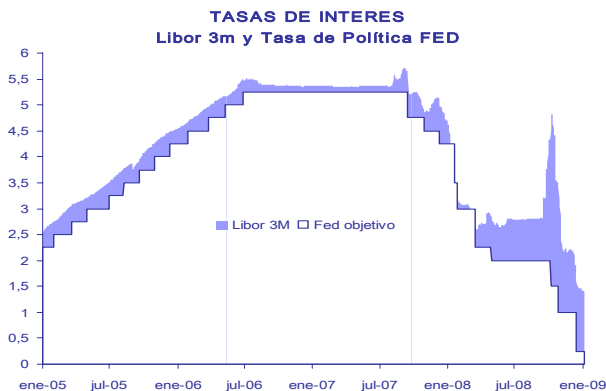
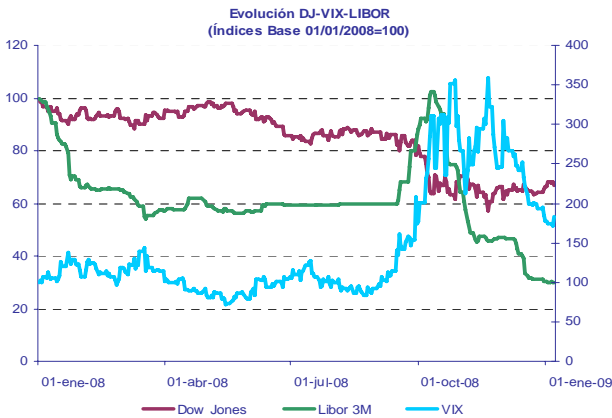
CUARTO TRIMESTRE DE 2008

<b>I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL Y SUS EFECTOS DOMÉSTICOS.....</b>	<b>3</b>
<b>II. LA ECONOMÍA URUGUAYA.....</b>	<b>7</b>
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO .....	7
<i>Oferta y utilización finales</i> .....	7
<i>Sectores productivos</i> .....	10
<i>Mercado de trabajo e ingresos</i> .....	13
SECTOR EXTERNO.....	15
FINANZAS PÚBLICAS.....	20
<b>III. LA INFLACIÓN.....</b>	<b>27</b>
<i>La inflación y las expectativas de los expertos</i> .....	27
<i>Desagregación del IPC</i> .....	28
<i>Costos unitarios de la mano de obra</i> .....	31
<i>El rol de los precios administrados.</i> .....	32
<b>IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS VARIABLES MONETARIAS.....</b>	<b>33</b>
ANTECEDENTES.....	33
LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ Y EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO .....	34
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA	37
<i>Curvas de rendimiento de los títulos</i> .....	37
<i>Canal de crédito</i> .....	37
<i>Canal del gasto intertemporal</i> .....	40
<i>Canal del tipo de cambio</i> .....	42
AGREGADOS MONETARIOS .....	44
<b>V. BALANCE DE RIESGOS.....</b>	<b>45</b>

## I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL Y SUS EFECTOS DOMÉSTICOS.

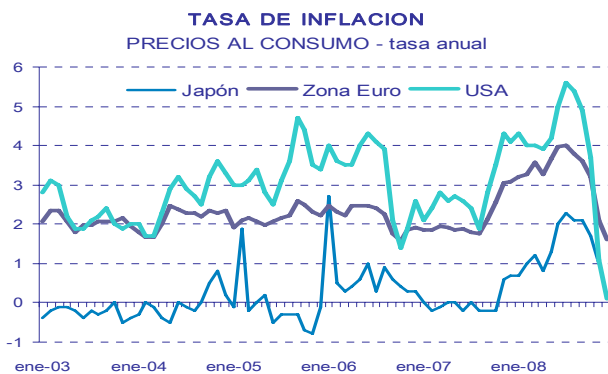
En el momento de redacción de este informe, la escena económica internacional atraviesa por un período de relativa calma en medio de la crisis financiera global, determinada por la puesta en práctica de planes económicos de emergencia en los frentes financiero, monetario y fiscal en las principales economías del mundo. Si bien las intervenciones nacionales tienen particularidades, la reacción de política ha tenido elementos y principios coordinados en el marco del G-20, que pueden resumirse de la siguiente manera: en el sistema financiero se ha recurrido a la provisión de recursos para parar los problemas de confianza que podían derivar en la destrucción de las estructuras financieras nacionales (rescate de sistemas financieros que incluye la nacionalización de bancos y hasta empresas); en el campo monetario, los bancos centrales se han abocado a la provisión de liquidez para atender objetivos de estabilidad financiera y actividad flexibilizando su operativa tanto desde un punto de vista cuantitativo (rebajas de tasas de interés), como cualitativo (expansión de la hoja de balance de los bancos centrales con operaciones novedosas y un rango mayor de agentes); en el campo fiscal se ha planteado el aumento de gastos o la reducción de impuestos como forma de reactivar la actividad y el consumo. La respuesta global frente a esta acción coordinada de política ha sido positiva, estabilizándose los valores de activos y las primas de riesgo en niveles mejores a los mostrados en lo peor de la crisis, pero que muestran que el riesgo financiero es aún elevado, persistiendo una situación de elevado endeudamiento en algunas de las principales economías del mundo, en particular en los Estados Unidos de Norteamérica.

El ajuste de los desbalances globales, cuya contracara es el endeudamiento de los países desarrollados, si bien inevitable en el largo plazo, puede posponerse en los próximos meses en la medida que las necesidades de financiamiento fiscal de los países desarrollados presionan a la liquidez internacional. En la coyuntura, la falta de confianza generalizada en instrumentos financieros ha



determinado una corrida de capitales hacia los únicos mercados financieros preparados a nivel global para dar los servicios de seguridad y liquidez que el mundo demanda: los títulos de deuda triple A de los gobiernos desarrollados; en particular del gobierno americano. Esto ha determinado que la moneda americana se fortalezca en el corto plazo en momentos de stress financiero, por la presión de demanda de dólares para comprar esos papeles.<sup>1</sup>

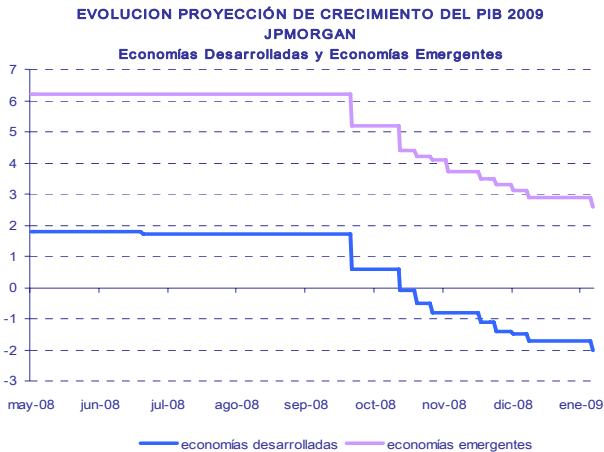
Europa, que se ha visto fuertemente afectada por la crisis financiera pero sin tener la capacidad de respuesta de Estados Unidos, intenta una respuesta coordinada sobre la base del principio de territorialidad ya utilizado para coordinar la acción regulatoria y de supervisión financiera. A diferencia de la principal economía del mundo, Europa tiene una moneda dominante sin una cabeza única (al menos legal) sobre el sistema financiero, pero con Bancos de alcance regional o hasta global. El principio de territorialidad – establecido en la respuesta coordinada de política- implica que cada país se haga cargo del rescate de sus bancos, lo que implica un problema importante en la solución de la crisis para aquellos países que tienen bancos muy grandes para el tamaño de sus economías. Los sistemas financieros de los países emergentes de Europa han estado bajo presión, lo que ha llevado a la instauración de programas de ayuda por parte del FMI en Ucrania y Serbia. Los problemas en esos países han afectado a los bancos europeos con alta exposición a esas economías, en particular a los españoles.



A diferencia de los indicadores financieros, los indicadores de producción y demanda a nivel global continúan mostrando señales de empeoramiento que reflejan que todavía no se había llegado al valle del ciclo a la baja de la actividad a nivel mundial. El efecto conjunto de la pérdida de riqueza, ingresos de las familias (por aumento del desempleo) y mayores restricciones al consumo por el empeoramiento de las hojas de balance de los hogares y la adopción de estándares regulatorios más estrictos redundan en el empeoramiento de las expectativas de los consumidores y de la demanda de consumo. La retracción de la oferta se refleja en la caída del empleo y las caídas en los niveles de producción tanto

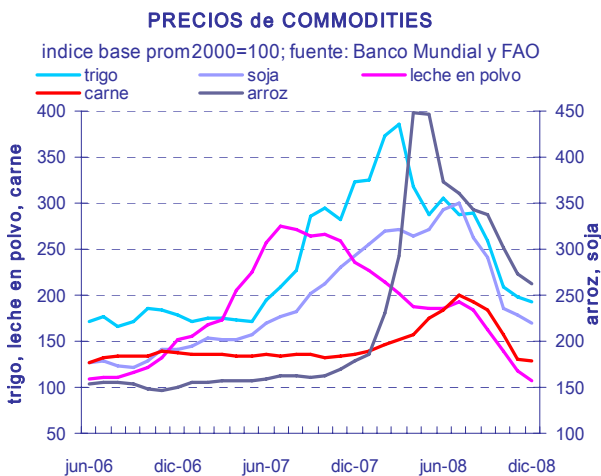
<sup>1</sup> Dejando de lado las fuerzas de corto plazo que puedan aumentar el valor del dólar, las perspectivas de largo plazo de la moneda están cuestionadas por el sobreendeudamiento estructural de la economía americana.

industriales como no manufactureros. La caída de precios en los países más grandes del mundo que se experimenta en los últimos meses habla de un ajuste más profundo en la demanda que en la oferta, que no puede ser contrapesado con la puesta en práctica de políticas monetarias más expansivas.



Los principales países emergentes, si bien tienen mejores condiciones domésticas, no han escapado al ciclo global, mostrando señales de sentir los efectos tanto de la retracción financiera internacional como de la retracción de la demanda externa. La retracción de las exportaciones de las economías emergentes ha sido notoria, pasando de fuertes tasas de crecimiento a caídas reales en los últimos meses. China, el mayor de ese grupo de países, pasó de tasas de crecimiento de las exportaciones de 30% real a principios de 2008 a tasas levemente negativas en los últimos meses (-2.8 % nominal en diciembre).

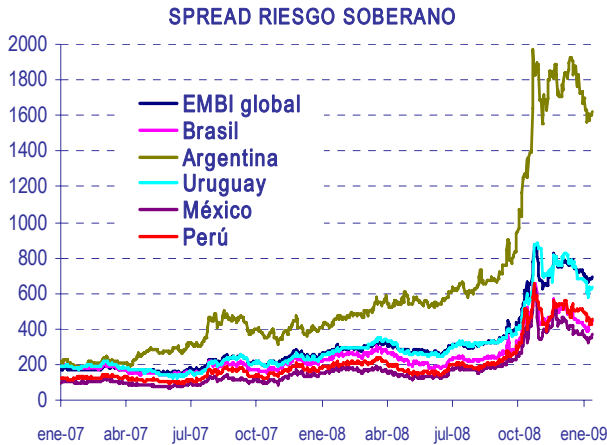
Los precios de los commodities han caído desde julio de 2008, liderados por el petróleo. Si bien los precios de commodities alimenticios mantienen una elevada correlación con el petróleo a raíz de los biocombustibles, en los últimos meses los precios de estos commodities en los mercados internacionales no han reproducido completamente el comportamiento del petróleo, mostrando aumentos menores durante el primer semestre y caídas menores en el segundo.



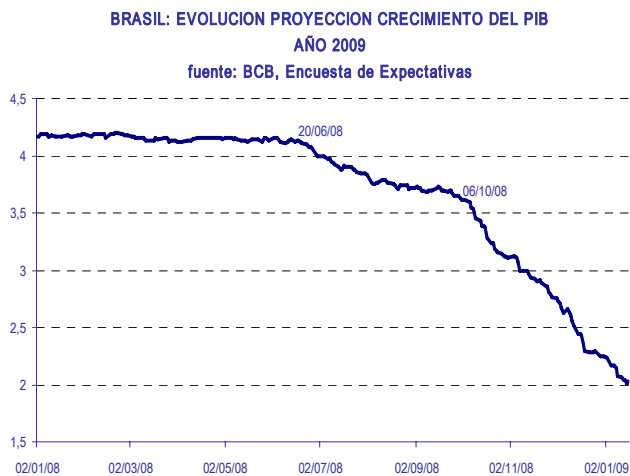
Los flujos de capitales a países emergentes, luego de una retracción determinada por los problemas de liquidez en los países más desarrollados y por la fuga hacia la calidad, daba sobre finales de año señales de mejora. La crisis financiera generó un proceso de destrucción de posiciones para el repago de obligaciones de corto plazo, al tiempo que se procesaba el fenómeno de fuga hacia los títulos del tesoro americano mencionado anteriormente, todo lo que contribuyó al aumento del riesgo soberano de países emergentes. Con la estabilización de fin de año, también se dio un retroceso del riesgo país emergente, incluso en los casos que experimentaron problemas generados domésticamente. La reaparición de algunos países como México y Brasil en los mercados internacionales a partir de mediados de diciembre de

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

2008 y hasta los primeros días de 2009, es una muestra de un comportamiento más favorable del mercado financiero internacional, que muestra primas de riesgo más elevadas a las vistas antes de setiembre, pero que han bajado sustancialmente en comparación con el punto más crítico de la crisis.



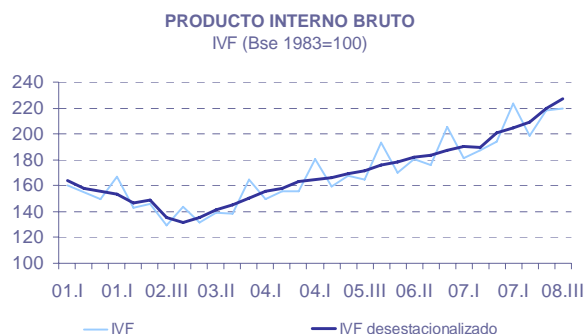
En la región han operado factores derivados de la crisis internacional y algunos factores idiosincrásicos, principalmente en Argentina. En el caso de Argentina, el conflicto del gobierno con el agro determinó el cierre virtual de mercados financieros para este país mucho antes que para el resto de la región. Brasil, que había sido destino de operaciones de carry trade y que tiene una bolsa muy expuesta a los shocks de commodities por Petrobrás, experimentó una reacción muy fuerte tanto en el valor de sus activos (por la caída de la empresa petrolera) y del valor de su moneda (que había sufrido la mayor apreciación de las monedas de América Latina hasta agosto de 2008 como consecuencia del carry trade de tasas de interés). No obstante, el riesgo país brasileño evolucionó mejor que el promedio de emergentes representado en el índice EMBI.



La producción y la demanda regionales mostraban en los indicadores adelantados señales de enlentecimiento, el cual es anticipado en las encuestas de expectativas. Los consultores relevados en las encuestas de expectativas de los bancos centrales de Argentina y Brasil, anticipaban fuertes recortes de las tasas de crecimiento de sus economías para 2009 en comparación con 2008, con algunas proyecciones anticipando crecimiento negativo, particularmente en Argentina.

## II. LA ECONOMIA URUGUAYA

### NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO



<b>Oferta y utilización finales</b> Enero-setiembre 2008 (variación interanual del IVF)		
	<b>Variac %</b>	<b>Incid p.p</b>
<b>Oferta final</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>
PIB	13.2	8.7
Importaciones	22.4	7.7
<b>Utilización final</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>
Utilización interna	15.8	10.6
FBK	54.2	4.8
FBKF	25.1	2.2
Sector público	32.4	0.5
Sector privado	23.5	1.7
Gasto consumo final	10.0	5.9
Gobierno General	1.0	0.1
Sector Privado	11.2	5.8
Exportaciones	17.6	5.8

En los nueve primeros meses del año la economía uruguaya mostró un crecimiento muy importante del nivel de actividad, reflejando en parte la introducción de actividades nuevas y también el impulso de una demanda externa que si bien se fue enlenteciendo resultó permanentemente superior a la del año anterior, y de una demanda interna que se mostró firme y creciente a lo largo del período.

El PIB se incrementó 13,2% entre enero y setiembre de 2008 respecto a igual período del año anterior.<sup>2</sup> En el tercer trimestre, el IVF desestacionalizado aumentó 3.2% desacelerándose sólo levemente respecto al crecimiento experimentado en los trimestres anteriores y agregándose un trimestre más a la fase ascendente del ciclo de crecimiento de la economía iniciada a principios de 2003. Como resultado de ésta, en el período que va entre el cuarto trimestre de 2002 y el tercer trimestre de 2008 el crecimiento acumulado de la actividad económica fue de 72%, lo que equivale a una tasa promedio acumulativa anual próxima al 10% y muy superior a la tasa promedio histórica.<sup>2</sup>

#### *Oferta y utilización finales*

La oferta final total creció por el incremento generalizado de la actividad en casi todos los sectores, así como por el notorio aumento de las importaciones (22.4% en términos interanuales), experimentado en todas las categorías – bienes de consumo, de capital e intermedios y en los servicios, sobre todo turismo importado .

<sup>2</sup> La comparación interanual se ve afectada al alza por la existencia de algunos eventos atípicos, el más relevante el comienzo de la producción de la pasta de celulosa a fines de 2007 que determinó un aumento en escalón del nivel de producción a todo lo largo de 2008. Corregido este efecto, no se invalida de todos modos la afirmación de que la economía uruguaya se expandió vigorosamente en el período

<sup>2</sup> En los últimos 30 años la tasa promedio de crecimiento acumulativo anual fue de 2,5%. En la década del noventa dicha tasa fue de 3% anual

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

Desde el punto de vista del gasto, la expansión económica reposó tanto en el dinamismo de la demanda externa, en el marco de un escenario internacional y regional predominantemente favorable, como de la demanda interna.

Las exportaciones crecieron 17.6% en el período enero-setiembre de 2008 con relación a igual lapso del año anterior. Aumentaron las ventas al exterior de los principales productos de la cadena agroexportadora, muy beneficiados por una coyuntura internacional que determinó una demanda firme y precios históricamente altos en la mayor parte del período. Los precios de los principales productos agrícolas y agroindustriales, como soja, arroz, carne, lácteos, en el promedio de los nueve primeros meses del año se tuvieron niveles aproximadamente 40% a 45% superiores al promedio del año 2007.

En el ámbito regional, la economía argentina, si bien mostró dificultades internas, mantuvo firme la demanda por bienes y servicios uruguayos (lo que se tradujo, por ejemplo, en mayores compras de algunos rubros industriales, como los de autopartes, y un mayor número de turistas de ese origen en territorio nacional) y redujo su competencia hacia los productos uruguayos en terceros mercados (caso de la carne). La economía brasileña también mostró una demanda creciente por importaciones desde Uruguay, tanto de bienes como de servicios turísticos. Como resultado de esta situación regional también favorable, en el período enero-setiembre de 2008 se observó un incremento del volumen exportado de rubros de colocación principalmente regional como los productos químicos, las industrias metálicas básicas y eléctricas y el material de transporte, entre otros. Un tercer aspecto a destacar en la demanda externa es la aparición de un fenómeno nuevo en el país, la exportación de pulpa de celulosa.

Sin embargo, las tasas de crecimiento del volumen físico de las exportaciones mostraron cierto enlentecimiento en el margen. En el tercer trimestre, por una parte se frenaron los dinamos de ciertos mercados, como el de la carne – por incidencia del cierre del mercado ruso-, los lácteos, y varios productos agrícolas, entre ellos la soja, y por otro lado se profundizaron los problemas que ya venían experimentando algunos rubros, como los de textiles y



curtidurías, el primero por la creciente competencia de los exportadores asiáticos en los mercados mundiales y la consiguiente depresión de los precios, y el último por la caída de la demanda de Estados Unidos.

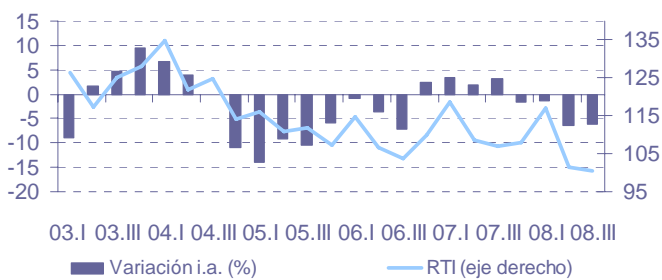
El marco internacional, tan favorable en la mayor parte del período, se vio ensombrecido por las fuertes subas del precio del petróleo, el que alcanzó máximos históricos alentado por una demanda creciente, restricciones de oferta, conflictos geopolíticos y movimientos especulativos de los inversionistas en los mercados financieros, a la búsqueda de diversificar riesgos. Como resultado de estas tendencias descritas en los precios de largo de los nueve meses del año un creciente deterioro de los términos de intercambio de la economía. La relación de intercambio cayó 4,5% en promedio en el período enero-setiembre con respecto a igual lapso del año anterior y 6% en el tercer trimestre. Si bien ello constituye un factor negativo sobre la evolución del ingreso nacional real, este efecto se habría visto amortiguado en el caso del sector privado por el hecho de que el gobierno, como resultado de un fuerte esfuerzo fiscal, no traspasó en su totalidad el aumento del precio del petróleo a las tarifas de los combustibles.

En el plano interno, en general se verificaron condiciones que incrementaron la demanda de bienes y servicios: aumentaron el empleo, el salario real y el ingreso de los hogares y se mantuvieron favorables las expectativas de los agentes económicos sobre la marcha de la economía, todo lo cual se tradujo en un aumento del gasto en productos de consumo y de inversión.

Al cabo de los primeros nueve meses del año el gasto (en consumo e inversión) del sector privado creció 14%. Esto se reflejó en un desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos, la que resultó deficitaria en el acumulado del año. Sin embargo, paralelamente se registró una entrada de capitales que financió ampliamente dicho desequilibrio, destacándose en particular el flujo de inversión extranjera directa.

El componente del gasto privado que más se incrementó fue la inversión, en especial la formación bruta de capital fijo en

**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
Bienes y Servicios (Base 1983)



maquinaria y equipos, tales como maquinaria agrícola y otros implementos de uso agropecuario, maquinaria para la construcción, medios informáticos y de las telecomunicaciones, entre otros. La formación bruta de capital fijo pública también aumentó a lo largo del año. Consecuentemente se incrementó la relación formación de capital-producto.<sup>3</sup>

El incremento del gasto en consumo final, por su parte, se debió al comportamiento del sector privado, ya que el gasto de consumo del sector público aumentó sólo levemente.

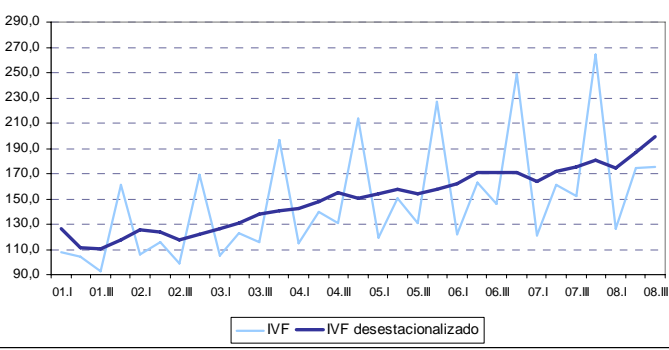
Múltiples factores habrían contribuido al comportamiento expansivo del consumo privado: el aumento del nivel de empleo, del salario real y del resto de las fuentes de ingreso de los hogares, como pasividades e ingresos de los trabajadores por cuenta propia; el aumento del crédito, especialmente el crédito otorgado por las administradoras de tarjetas de crédito; el efecto riqueza positivo, derivado principalmente de la valorización de inmuebles, sobre todo rurales, en el marco de la coyuntura que atravesó el sector agroexportador; las expectativas favorables de los agentes, dado el crecimiento de la actividad económica y las mejoras registradas en las condiciones del mercado de trabajo; la apreciación que sufrió la moneda local, que redujo los precios en términos reales en particular de los bienes durables de origen importado, etc.

<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>			
Variación del IVF (en %)			
	Enero-Setiembre 2008		Variación Desestac. III.08-II.08
	Variación	Incid.	
Agropecuaria	9.7	1.0	6.4
Industria manufact	19.3	3.8	1.4
Electric, gas y agua	-24.0	-1.0	33.3
Construcción	4.4	0.1	-0.5
Comer, rest. y hoteles	13.4	1.7	2.8
Transporte y comunic.	32.8	4.6	4.5
Otras actividades	8.0	3.0	1.2
<b>PIB</b>	<b>13.2</b>		<b>3.2</b>

**Sectores productivos**

El crecimiento de la producción de bienes y servicios fue prácticamente generalizado en los primeros nueve meses del año, con la excepción del sector Electricidad, gas y agua, donde los efectos de una importante sequía impactaron negativamente en el valor agregado, no sólo porque se produjo menos electricidad, sino también por el impacto por el mayor uso de insumos ya que debió

**SECTOR AGROPECUARIO**  
IVF, base 1983=100



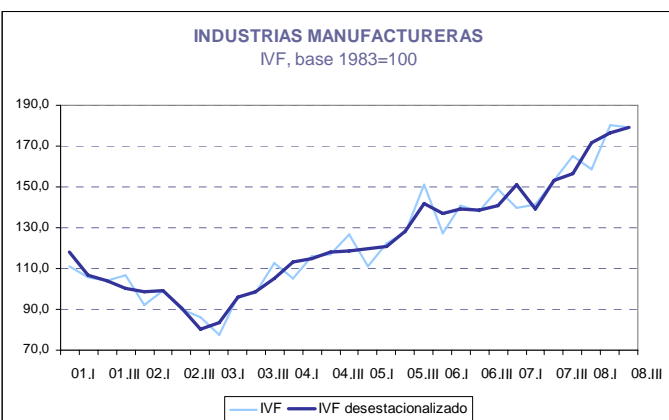
<sup>3</sup> Medida a precios constantes la relación FBKF/PIB se ubicó en 14% en los últimos doce meses a setiembre de 2008, aumentando 1 punto porcentual respecto al año 2007

acudirse a la generación termoeléctrica.<sup>4</sup> Los sectores que más contribuyeron al crecimiento global del PIB fueron el de Transporte y comunicaciones, la Industria manufacturera y Otras actividades (sobre todo por los derechos de importación).

Como ya se comentó, la existencia de algunos sucesos atípicos distorsiona en parte la comparación interanual del período enero-setiembre: tal es el caso de la puesta en marcha de la producción de pasta de celulosa, la implementación del Sistema Nacional de Salud, el cierre de la refinería de petróleo en el segundo trimestre de 2007. Sin embargo, de la comparación desestacionalizada con respecto al trimestre anterior, surge que la actividad económica si bien se desaceleró algo en el tercer trimestre, continuó mostrando tasas positivas en todos los sectores de actividad, con excepción del ya mencionado sector Electricidad, gas y agua – por los factores antes descritos- y la Construcción – que cayó sólo levemente respecto del trimestre inmediato anterior.

La actividad *Agropecuaria* creció 9.7% en los primeros nueve meses del año, tanto por la actividad pecuaria – con un fuerte crecimiento de la lechería combinado con el mantenimiento de la producción vacuna-, como por la actividad agrícola – donde se distingue el desempeño de la actividad de los cereales de las zafras que se computan en el período, en especial trigo, arroz y cebada, rubros todos donde ha operado el impulso de precios internacionales altos.

La actividad de la *Industria Manufacturera* creció significativamente (19.3%), aunque esta tasa se explica en buena medida por el inicio de la producción de pasta de celulosa a fines de 2007 y el cierre de la refinería de petróleo en el segundo trimestre del año pasado. El IVF industrial sin considerar la rama de la refinería de petróleo ni la industria del papel creció 2.8% en el período enero-setiembre de 2008 en términos interanuales, manteniendo en términos generales la tasa de crecimiento observada en el primer semestre del año. El crecimiento industrial resultó de la evolución favorable tanto de las ramas con mayor inserción en el mercado interno, como de



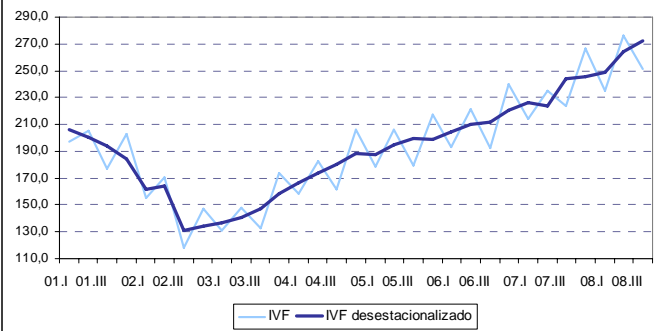
<sup>4</sup> Esto tuvo también su impacto sobre las finanzas públicas, por el mayor uso de combustibles para la generación de energía termoeléctrica, en un marco de precios récord del petróleo

aquéllas orientadas a la exportación. A nivel de división industrial, las que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global del período fueron los Alimentos y bebidas – por crecimientos de la industria láctea, la molinería y las bebidas sin alcohol, principalmente-, la Industria Química – por la incidencia ya mencionada del funcionamiento a pleno de la refinería de petróleo y de las demás industrias químicas que aumentaron su inserción regional- y la de Papel – por el inicio de las operaciones de la planta de celulosa. En el tercer trimestre la industria global creció 1,4% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior.

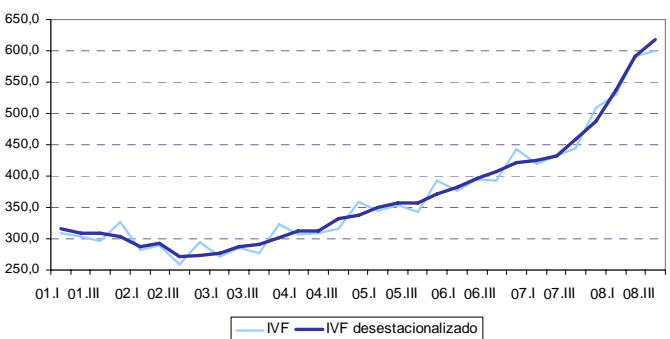
La actividad del sector *Construcción* aumentó 4.4% debido al impulso de las obras públicas. Diversos emprendimientos del Ministerio de Transporte y Obras Públicas - tanto por administración directa como por concesión-, del Ministerio de Defensa, así como obras desarrolladas en el puerto de Montevideo, entre otras, expandieron la actividad del sector. Si bien la construcción de viviendas se mostró relativamente dinámica, la construcción privada total cayó, debido a la finalización de grandes obras a fines del año 2007 – entre ellas se destaca la planta de celulosa en el departamento de Río Negro- y en el correr del año 2008, las que no han sido sustituidas por otras. Respecto al trimestre anterior el nivel de actividad del sector construcción no registró crecimiento en términos desestacionalizados (-0.5%).

La actividad de *Comercio, Restaurantes y Hoteles* se expandió en forma marcada (13.4%), lo que debe asociarse principalmente con el incremento de la actividad comercial, sobre todo por mayores ventas de bienes importados (de consumo, intermedios y de capital), en un marco de expansión del gasto del sector privado, mientras que, la actividad de los Restaurantes y Hoteles también se mostró en aumento ligada a una mejora de la demanda interna y del gasto de los turistas. Si bien en el tercer trimestre del año esta actividad siguió creciendo en términos desestacionalizados (2.4%), registró cierta desaceleración.

COMERCIO, REST.Y HOTELES  
IVF, base 1983=100



TRANSPORTE Y COMUNICACIONES  
IVF, base 1983=100



El sector de *Transporte y Comunicaciones* fue el que lideró el crecimiento, debido principalmente al aumento de las Comunicaciones, vinculado al exponencial incremento que viene experimentando la telefonía celular. Las actividades de Transporte y Almacenamiento también fueron mayores que en el año anterior, sobre todo por la expansión del transporte por agua y del de carga, en consonancia con la mayor actividad de los servicios portuarios ligados al comercio exterior, y con el mayor movimiento interno de mercancías y de pasajeros. Aunque en el margen esta actividad siguió creciendo a tasas importantes, como la mayoría verificó cierta desaceleración; en el tercer trimestre creció 4.5% con respecto al segundo en términos desestacionalizados.

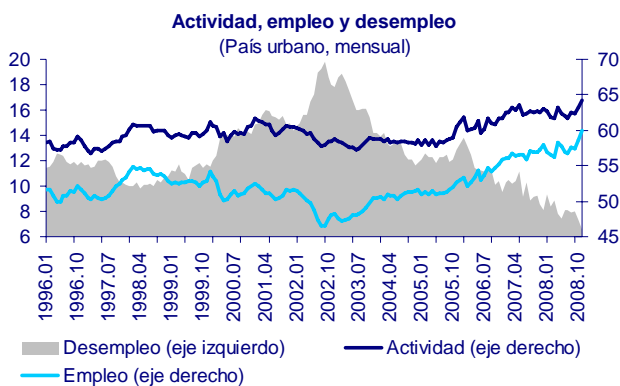
El agregado *Otras Actividades*<sup>3</sup> también se expandió en el período acumulado de nueve meses, principalmente por los derechos de importación —al influjo del significativo crecimiento de las importaciones— y también por las actividades de servicios. Entre éstos, se destaca el aumento del uso del servicio privado de salud, impulsado por la puesta en marcha del Sistema Integrado de Salud en 2008. Este agregado también continuó creciendo en el margen, pero a tasas menores; el tercer trimestre se expandió 1.2% con relación al trimestre inmediato anterior.

### ***Mercado de trabajo e ingresos***

#### *Desempleo y demanda de empleo*

La tasa de desempleo correspondiente al mes de noviembre de 2008 para el total del país se ubicó en 6,3%, mostrando una reducción respecto a igual mes del año anterior (-1,9 p.p.), y continuando así con la tendencia descendente que venía mostrando en períodos anteriores.

La reducción del desempleo puede explicarse fundamentalmente por factores de demanda, dado que el incremento en la tasa de empleo más que compensó el crecimiento del nivel de actividad. De acuerdo a datos publicados por el INE, la tasa de actividad del mes



de noviembre de 2008 para el total del país se ubicó en 64%, mientras que la tasa de empleo ascendió a 60%.

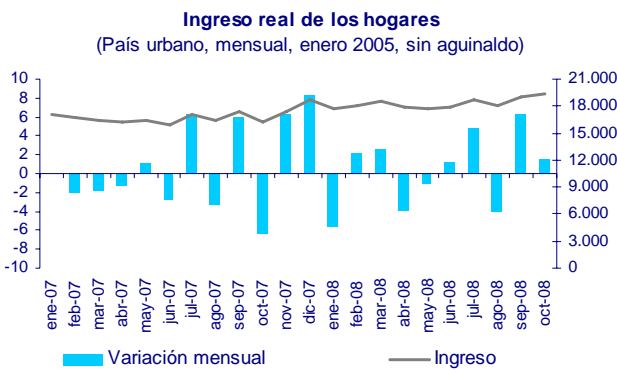
Por otra parte, cabe mencionar que las solicitudes de subsidio por desempleo en el mes de noviembre, publicadas por el BPS, fueron 7.343 para el país total (2.823 y 4.520 en Montevideo e Interior, respectivamente).

*Ingresos*

Según las fuentes de ingreso para el país urbano (a valores constantes de enero 2005), en octubre de 2008, el ingreso promedio de los trabajadores por cuenta propia presentó el mayor crecimiento en términos interanuales, con una variación de 33%. Por su parte, los ingresos salariales sin aguinaldo aumentaron 7,5% y las pasividades 8,5% en el mismo período.

Asimismo, el ingreso real de los hogares para el país urbano aumentó 19% en el mes de octubre en relación al mismo mes de 2007.

Finalmente, cabe mencionar que el índice medio de salarios real aumentó 1,7% en noviembre y 4,7% respecto a enero de 2008. Los salarios y compensaciones reales del sector privado aumentaron 2,7% y 5,4% respectivamente en los períodos considerados, mientras que en el sector público prácticamente no se registraron variaciones en las retribuciones reales en el mes de noviembre, aunque en el período de once meses se incrementaron 3,7%.



**SECTOR EXTERNO\***

BALANZA DE PAGOS Y SU RELACION CON LOS SECTORES PUBLICO Y PRIVADO					
Millones de USD					
	Ene-Set				
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>SECTOR PÚBLICO</b>					
Cta. Cte. - Déficit fiscal	-164	-147	-149	183	-143
Cta. Capital y Finan.	-232	-463	-516	-232	989
Variación de Reservas <sup>1)</sup>	-268	-82	-107	-438	-2,269
Fdos prov. del S.Priv.	-664	-692	-772	-486	-1,423
<b>SECTOR PRIVADO</b>					
Cta. Cte.	164	133	-86	-275	-830
Cta. Capital y Finan.	311	658	1,110	931	2,046
Errores y omisiones	189	-99	-252	-169	206
Fdos aplicados al S.Pco.	664	692	772	486	1,423

FUENTE: Banco Central del Uruguay

Notas: \*) Cifras preeliminares

1) Equivalente a la variación de Activos de Reserva del Banco Central, el signo (-) significa aumento y el signo (+) disminución

La Balanza de Pagos estimada preliminarmente para el período enero-septiembre de 2008 registra un extraordinario ingreso de fondos superior a los USD 3.000 millones de dólares a través de la Cuenta Capital y Financiera. Aproximadamente el 70% de este flujo de capitales financia el incremento de Activos de Reserva del Banco Central por USD 2.269 millones – los cuales a septiembre de este año superaban los USD 6.300 millones-; y el restante 30% financia el déficit en Cuenta Corriente de USD 973 millones.

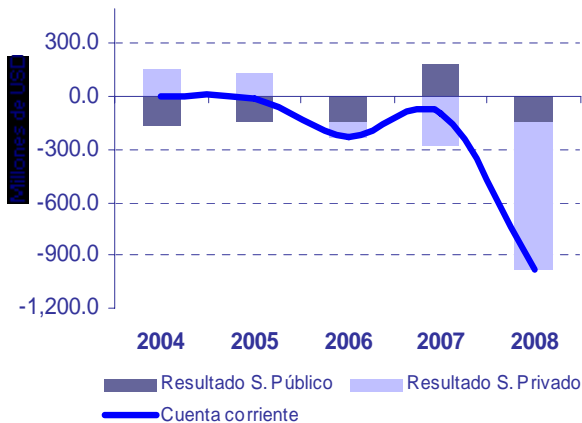
El ingreso neto de fondos del sector privado (por USD 2.046 millones o por USD 2.252 si se consideran además los movimientos no registrados) financia no solo el déficit en cuenta corriente de ese sector sino además -junto al endeudamiento del sector público- el déficit fiscal y la ganancia de activos de reservas.

**Cuenta Corriente**

En lo que va del año hasta el mes de septiembre se acentúa el desequilibrio entre el gasto (corriente y de inversión) de residentes y su ingreso, con su correlato de incremento del déficit en cuenta corriente en USD 880 millones, llegando a USD 973 millones en enero-septiembre de 2008 frente a USD 92 millones para igual período del año anterior. Esta ampliación se explica tanto por el resultado del sector público – que pasó de un superávit de USD 183 millones a un déficit de USD 143 millones- como por el aumento que continúa experimentando el consumo y la inversión privada en mayor proporción que su ingreso.

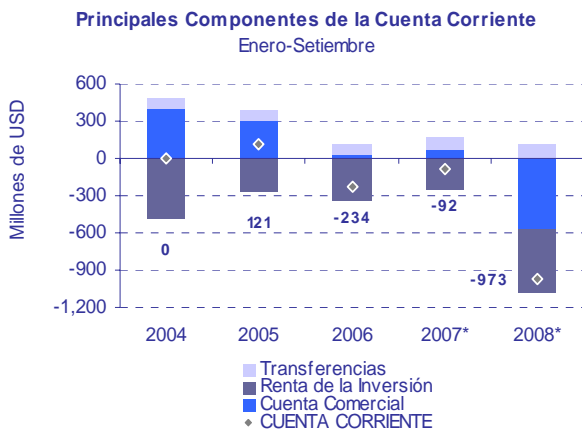
La reducción del superávit del sector público es básicamente producto del resultado de las empresas públicas, que no han trasladado totalmente a tarifas el mayor costo del petróleo y de generación de energía eléctrica que han enfrentado durante el 2008 a raíz de la crisis hídrica. En el caso del sector privado, la ampliación de su déficit se vincula a precios y volumen de petróleo importado y compras de aviones por PLUNA, compensado en parte por exportaciones de Botnia, el cual es compensado por el referido menor traslado de la factura energética por el sector público.

**Cuenta Corriente como Excedente del Gasto sobre el Ingreso**  
Enero-Setiembre



Notas 1): En variación de Reserva el signo (-) significa aumento y el signo (+) disminución

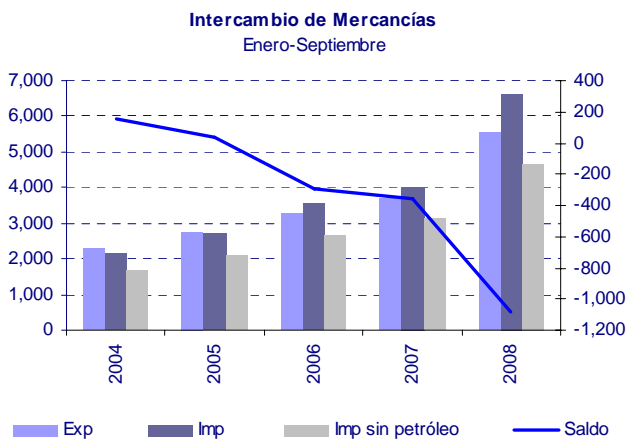
\* Estimaciones preliminares



CUENTA COMERCIAL (En millones de dólares)						
	Ene-Set					Var. 08/09
	2004	2005	2006	2007*	2008*	
<b>Cuenta Comercial</b>	407	303	24	66	-572	-639
<b>Bienes</b>	155	33	-295	-358	-1,081	-722
<b>Servicios</b>	252	270	319	425	508	84
Exportaciones	3,098	3,742	4,311	4,958	7,185	44.9%
Bienes	2,286	2,747	3,265	3,668	5,541	51.0%
Servicios	812	994	1,046	1,289	1,644	27.5%
Importaciones	2,691	3,438	4,287	4,892	7,758	58.6%
Bienes	2,131	2,714	3,560	4,027	6,622	64.4%
Servicios	560	724	727	865	1,136	31.3%

Desde el punto de vista de los registros de la compilación, el aumento del déficit para la Cuenta Corriente refleja principalmente el giro que verifica la Cuenta Comercial -con una variación de USD 639 millones- la cual a su vez exhibe básicamente los movimientos del rubro bienes. En menor medida también se explica el deterioro en Cuenta Corriente por el incremento del déficit del Rubro “ Renta” , que amplía su déficit desde USD 258 millones a USD 516 millones.

El vuelco del saldo comercial -de un superávit de USD 66 millones a un déficit de USD 572 millones entre los primeros nueve meses de 2007 y 2008 respectivamente- se da en un contexto de fuerte dinamismo en el intercambio comercial, con un crecimiento en valores corrientes tanto de exportaciones como de importaciones de bienes y servicios de 45% y 59% respectivamente. El mismo se explica tanto por los mayores de precios medidos en dólares – 23% y 30% respectivamente- como por el aumento de las cantidades – 17.5% y 22.3% respectivamente<sup>4</sup>. Este crecimiento se produce al amparo de la favorable coyuntura que experimentaban los precios internacionales durante los primeros meses, por lo que se espera que esta situación se revierta a partir del último trimestre de 2008 a raíz de la crisis internacional.

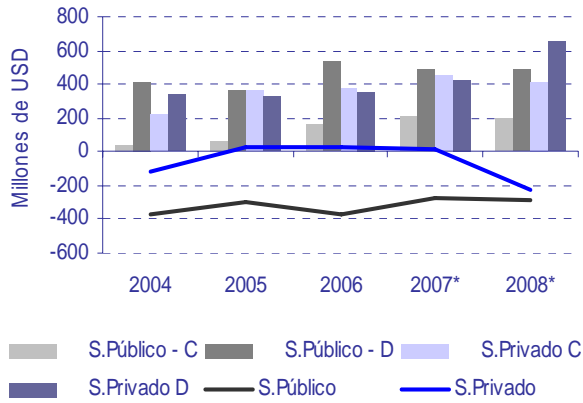


Dentro de las importaciones se destaca la evolución de las petroleras, las que totalizan USD 1.955 en los primeros nueve meses del año, registrando un crecimiento de 150% con respecto a igual período del año anterior, que se explica tanto por mayor precio como por mayores volúmenes comprados. Se estima que la balanza comercial para el período enero-septiembre 2008 podría haber sido superavitaria en el entorno de los USD 400 millones si se quita el efecto del sobrecosto del petróleo de aproximadamente USD 1.500 millones, considerando una importación en un año normal de 10 millones de barriles a un precio de USD 46 por barril. Asimismo, si se aísla la importación por única vez de los aviones de PLUNA, el saldo comercial más tendencial estaría cerca de los USD 520 millones si se considera solamente el efecto de las importaciones. Este superávit se relativiza si adicionalmente se

<sup>4</sup> Según estimaciones del Área de Estadísticas Económicas del BCU. Ver “Informe Trimestral de Cuentas Nacionales Enero-Septiembre” 2008”



Renta de la Inversión



consideran al menos dos impactos sobre las exportaciones. En primer lugar, vinculado a las exportaciones de pasta de celulosa, porque si bien en el período enero-septiembre 2008 se incorporan las ventas al exterior de Botnia<sup>5</sup>, en la medida que ya se ha producido un descenso del precio de la misma en el marco general de caída de los *commodities*, se proyecta una caída del valor exportado. Por otro lado, se espera una desaceleración de las exportaciones en general por el efecto de la menor demanda tras la agudización de la crisis financiera internacional.

El mayor déficit de la cuenta Renta de la Inversión refleja el incremento que experimenta el correspondiente al Sector Privado (alcanzando de acuerdo a cifras preliminares un saldo negativo de USD 231 millones para los primeros nueve meses de 2008 frente a USD 17 millones positivo para igual período del año anterior). Este mayor déficit es producto de los mayores resultados financieros registrados por las empresas de inversión extranjera directa (IED), inversión que ha mantenido un crecimiento en los últimos años, alcanzando cifras récord. El Sector Público por su parte mantiene su déficit en el entorno de USD 300 millones (alcanza a USD 285 millones frente a USD 274 de enero a septiembre de 2007).

MOVIMIENTOS DE TURISMO CON EL EXTERIOR

	Ene-Set 2007	Ene-Set 2008	Var. %
<b>Receptivo</b>			
Nº de turistas (en miles)	1,273	1,431	12%
Gasto per capita por día	59.4	62.9	6%
Estadía media (en días)	8.0	8.5	6%
Días totales (en miles)	10,169	12,109	19%
Gasto total (en mill.de USD)	604	761	26%
<b>Emisivo</b>			
Nº de turistas (en miles)	496	565	14%
Gasto per capita por día	45.2	63.5	41%
Estadía media (en días)	7.4	7.8	5%
Días totales (en miles)	3,675	4,409	20%
Gasto total (en mill.de USD)	166	280	69%
Saldo Neto	438	481	43

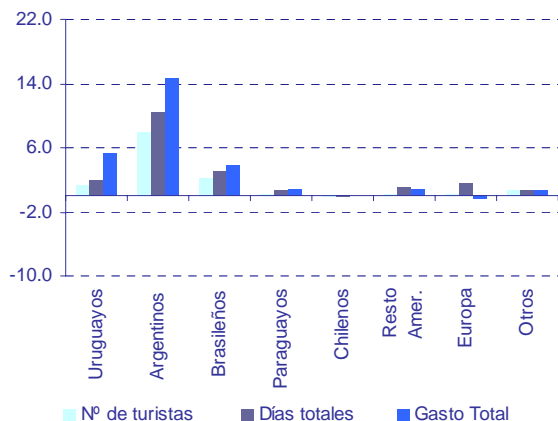
Los movimientos de servicios turísticos con el exterior contrarrestaron muy levemente la profundización del déficit del rubro bienes, pues generaron durante los primeros nueve meses USD 43 millones adicionales de superávit respecto a igual período del año pasado: USD 481 millones frente a USD 438 millones en igual período del año anterior.

En el turismo receptivo se destaca tanto un mayor volumen respecto a igual período del año anterior (los días totales aumentaron 19%), como aumento del gasto total en USD (26% con respecto a igual período del año anterior).

Asimismo, el número de turistas aumenta un 12%, alcanzando 1:431 personas que ingresaron durante los primeros nueve meses del año, lo que es acompañado por la extensión de la estadía media, que pasa de 8 a 8,5 días. Los turistas argentinos fueron los que más crecieron explicando 7.9 puntos de los 12, seguido por los brasileños (con 2.1) y los uruguayos residentes en el exterior (1.4).

TURISMO RECEPTIVO: INCIDENCIAS

Enero-Setiembre 2008-2007



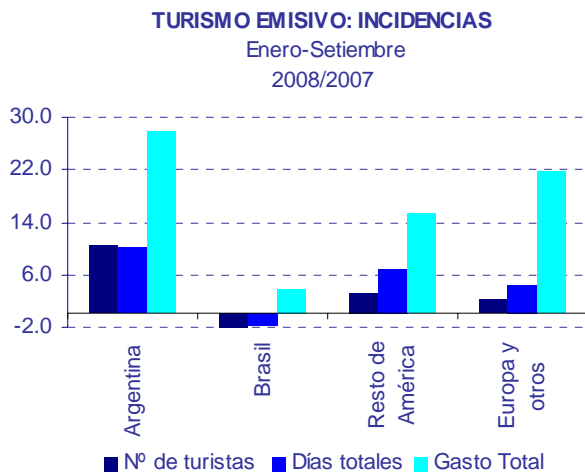
<sup>5</sup> Botnia comienza a producir en Noviembre de 2007.

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

Finalmente, el gasto diario *per cápita* pasa de USD 59.4 a USD 62.9, explicado por los turistas argentinos, seguidos de los uruguayos residentes en el exterior y los brasileños.

En tanto, para el turismo emisor se observa un aumento de 69% de los egresos por importaciones de servicios turísticos junto a una mayor salida de turistas, del orden de 14%, y un aumento del gasto *per cápita* por día de USD 45.2 a USD 63.5.

Este mayor gasto se observa en casi todos los destinos, siendo Argentina el que más contribuye.



### Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Financiera registra para los primeros nueve meses del año un ingreso de capitales superior a los USD 3.000 millones en la medición preliminar; en el entorno del 70% se explica por los movimientos del sector privado y el restante 30% por los del sector público.

A nivel del sector privado se estima una obtención de recursos financieros externos básicamente a través de IED, y en menor medida de las transacciones realizadas por la banca instalada en el país. Como se mencionara en el informe anterior, adicionalmente PLUNA obtuvo financiamiento para la renovación de parte de su flota.

Es de destacar además el aporte que se realizó al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), en el marco de una estrategia de gestión de deuda de abrir líneas de crédito contingentes, complementando otras acciones de gestión de deuda llevadas a cabo anteriormente y comentadas en otro capítulo de este informe.

Finalmente, en el año móvil terminado en septiembre de 2008 la banca privada registra un ingreso de capitales, disminuye su posición con no residentes en USD 536 millones, tanto por disminución de activos como por aumento de pasivos externos. Como contrapartida, aumentan sus activos con residentes por montos similares – fundamentalmente contra el BCU - en mayor proporción que el aumento de pasivos. De esta forma, la posición

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

general se mantiene en montos, aunque sufre importantes cambios de composición entre residentes y no residentes.

CUENTA FINANCIERA (En millones de dólares)					
	Ene-Set				
	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>TOTAL</b>	<b>79</b>	<b>195</b>	<b>594</b>	<b>699</b>	<b>3,035</b>
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>-232</b>	<b>-463</b>	<b>-516</b>	<b>-232</b>	<b>989</b>
<i>Transf. de Capital</i>	3	1	4	3	0
<i>Inversión Directa</i>	-15	-33	-2	-6	-2
<i>Inversión de Cartera</i>	<b>-32</b>	<b>112</b>	<b>1,658</b>	<b>1,204</b>	<b>145</b>
Activos	-288	12	43	54	-11
Pasivos	256	100	1,616	1,150	156
<i>Otra Inversión</i>	<b>-188</b>	<b>-543</b>	<b>-2,176</b>	<b>-1,433</b>	<b>845</b>
Activos	-247	-336	-461	-1,618	490
Pasivos	59	-208	-1,715	184	355
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>311</b>	<b>658</b>	<b>1,110</b>	<b>931</b>	<b>2,046</b>
<i>Inversión Directa</i>	239	536	1,111	751	1,441
<i>Inversión de Cartera</i>	<b>-317</b>	<b>189</b>	<b>-72</b>	<b>85</b>	<b>10</b>
Activos	-320	196	-35	109	13
Pasivos	3	-7	-36	-24	-3
<i>Otra Inversión</i>	<b>388</b>	<b>-67</b>	<b>70</b>	<b>94</b>	<b>595</b>
Activos	-338	-	1,399	-338	107
Pasivos	726	1,391	-1,328	432	488

Posición Neta de los Bancos con Residentes y No Residentes M/E y M/N expresados en mill. de USD			
	Saldos a:		Var.
	Dic-07	Sep-08	
<b>Posición Neta Con No Residentes</b>	<b>475.2</b>	<b>-60.7</b>	<b>-536</b>
<i>Activos Externos</i>	2,340.7	2,200.4	-140
Activos externos con el S.Financ.	2,193.8	2,020.1	-174
Colocaciones al S Privado NR	122.8	145.6	23
Otros activos con NR	24.2	34.7	10
<i>Pasivos Externos</i>	1,865.5	2,261.1	396
Con el sector financiero	303.0	271.8	-31
Depósitos	1,555.8	1,985.6	430
Otros pasivos con NR	6.6	3.8	-3
<b>Posición Neta Con Residentes</b>	<b>436.2</b>	<b>1,018.4</b>	<b>582</b>
<b>Sector público</b>	<b>1,870.3</b>	<b>2,718.9</b>	<b>849</b>
<b>Sector privado</b>	<b>-1,434.1</b>	<b>-1,700.6</b>	<b>-266</b>
<i>Activos Con Residentes</i>	5,999.7	7,492.0	1,492
Sector público	2,129.1	2,986.0	857
Sector privado	3,870.5	4,506.0	635
<i>Pasivos Con Residentes</i>	5,563.4	6,473.6	910
Sector público	258.8	267.0	8
Sector privado	5,304.6	6,206.6	902
<b>POSICIÓN NETA</b>	<b>911.5</b>	<b>957.6</b>	<b>46</b>

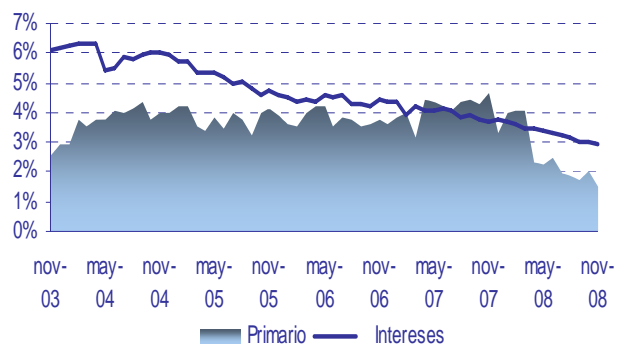
CONSOLIDADO DEL SECTOR PÚBLICO GLOBAL <sup>(1)</sup>						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 <sup>(2)</sup>
<b>SPNF</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-1.2%</b>
Gobierno Central	3.1%	4.2%	4.5%	5.1%	4.2%	5.3%
Seguridad Social	-8.3%	-7.3%	-6.9%	-6.6%	-6.3%	-6.0%
BPS	-6.6%	-5.8%	-5.4%	-5.1%	-5.0%	-4.8%
Cajas militar y policial	-1.6%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.3%
Empresas públicas	2.3%	2.0%	1.7%	0.6%	1.5%	-0.5%
IMM/INC	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>BCU</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>RESULTADO GLOBAL</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-1.4%</b>
<b>MEMO ITEMS:</b>						
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>1.5%</b>
<b>INTERESES</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.9%</b>

Notas: (+) Superávit, (-) Déficit

(1) Datos sobre la línea

(2) Datos a noviembre 12 meses móviles.

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



INGRESOS DEL SPNF CONSOLIDADO (% DEL PIB)						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 <sup>(1)</sup>
<b>INGRESOS</b>	<b>30.7%</b>	<b>29.8%</b>	<b>30.5%</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.4%</b>	<b>26.8%</b>
<b>Ingresos operativos</b>	<b>30.7%</b>	<b>29.8%</b>	<b>30.5%</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.4%</b>	<b>26.8%</b>
Tributarios GC	18.5%	18.5%	18.7%	19.3%	18.8%	17.6%
Tributos BPS	5.4%	4.9%	5.7%	5.8%	5.6%	5.4%
Otros ingresos GC	1.9%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
Ingresos INC/IMM	1.2%	1.1%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%
Resultado operativo EP	3.7%	3.1%	2.8%	1.9%	3.0%	0.8%

Notas: (1) Datos a noviembre 12 meses móviles.

## FINANZAS PÚBLICAS

### Finanzas públicas

#### Resultado global, entorno macro y principales agregados

En los 12 meses cerrados a noviembre 2008 el Sector Público Global (SPG) presenta un déficit de 1,4% del PIB, resultado 2,4 puntos porcentuales inferior al de un año atrás (superávit de 0,5%). Este aumento en el déficit está liderado básicamente por el deterioro en el resultado de Empresas Públicas (EP) y Banco Central (BCU)<sup>6</sup>.

Por otra parte, el resultado global se desagrega en un superávit primario de 1,5% del PIB y en una reducción de los intereses/PIB, los que representan 2,9%.

El menor resultado fiscal está determinado básicamente por la crisis hídrica que debió atravesar el país en el 2008, lo cual le ocasionó a UTE mayores costos de generación, al no realizar el traslado total a tarifas de estos mayores costos.

#### Ingresos y Gasto Primario consolidados SPNF

El deterioro en el déficit del Sector Público no Financiero (SPNF) se genera por una evolución de los ingresos que no logró compensar el aumento en los egresos. Con información cerrada a noviembre los ingresos del SPNF muestran en 12 MM una aumento real de 1,1%, el cual, ante un nivel de actividad con mayor crecimiento, implica una disminución en términos del PIB.<sup>7 8</sup> Para el caso del

<sup>6</sup> La metodología seguida para el cálculo del resultado consolidado del SPG es la de Borchardt, M. y Licandro, J.A. (1995), "El resultado consolidado del sector público no financiero", *Revista de Economía del BCU*. Según dicha metodología no se incluye al resultado del BSE en el resultado Global SLL.

<sup>7</sup> Todas las cifras reales que se presentan corresponden a las cifras nominales deflactadas por IPC.

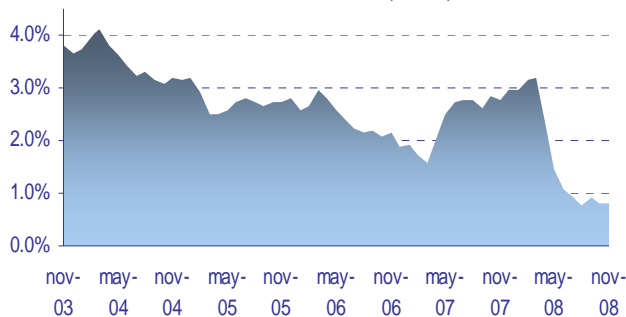
Gasto Primario, el aumento en términos reales es 12,8%. Así, los ingresos del SPNF se ubican en 26,8% del PIB y el Gasto Primario en 25,2%.

La evolución de los ingresos reales refleja el ajuste automático de los mismos a cambios en el entorno macroeconómico así como varias medidas discrecionales. Se destaca entre los principales factores: los estabilizadores automáticos (nivel y composición del PIB), los cambios climáticos (sequía), la evolución del precio del crudo y el manejo tarifario por parte del gobierno.<sup>9</sup>

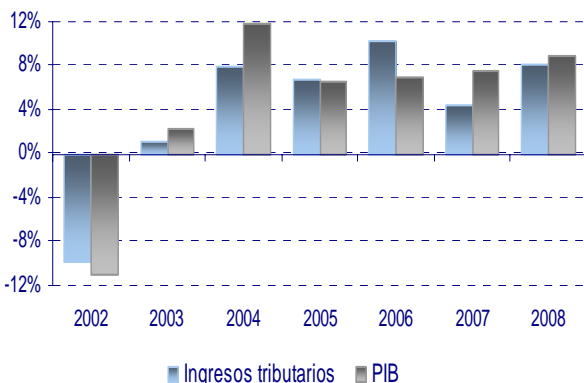
	2004	2005	2006	2007	Nov-08
IVA + COFIS	9.9%	10.4%	10.7%	10.9%	10.1%
IRIC / IRAE	2.2%	2.5%	2.7%	2.1%	2.5%
IRP / IRPF / IASS	1.3%	0.8%	0.9%	1.6%	2.3%
<b>Presión fiscal (GC)</b>	<b>15.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>16.5%</b>

En particular, la menor performance de los ingresos del SPNF en el período está explicada fundamentalmente por el resultado operativo de las EP, dado que el crecimiento del PIB en la mayoría de sus componentes y el aumento de la masa salarial, han continuado contribuyendo a generar una mayor base imponible. Esta última ha permitido que los ingresos tributarios consolidados aumenten 7,5% en términos reales (12 meses a noviembre 2008), impulsados por la recaudación de DGI y BPS. En el caso de la DGI, el IVA continuó siendo el impuesto con mayor capacidad recaudadora luego de la Reforma Tributaria (RT)<sup>10</sup>, y junto con el IRPF e IRAE fueron los que tuvieron mayor incidencia en la determinación del aumento real de 12,9% en la recaudación de este organismo. A más de un año de implementada la RT se destaca que lo recaudado por IVA (más COFIS pre-RT) e IRAE presentan cierta estabilidad en términos de PIB (el IVA tuvo disminución de tasas pero aumento de base imponible), disminuyendo medio punto, en tanto los ingresos por IRPF representaron un incremento de recaudación en torno al 1% del PIB (comparando pre-RT con lo recaudado por el IRP)<sup>11</sup>. En términos generales se destaca cierta estabilidad de la presión tributaria de GC a partir del año 2005.

RESULTADO OPERATIVO DE EMPRESAS PÚBLICAS  
doce meses móviles (% PIB)



INGRESOS TRIBUTARIOS SPNF y PIB - CICLO  
% var real anual - (2008 12 MM a nov)



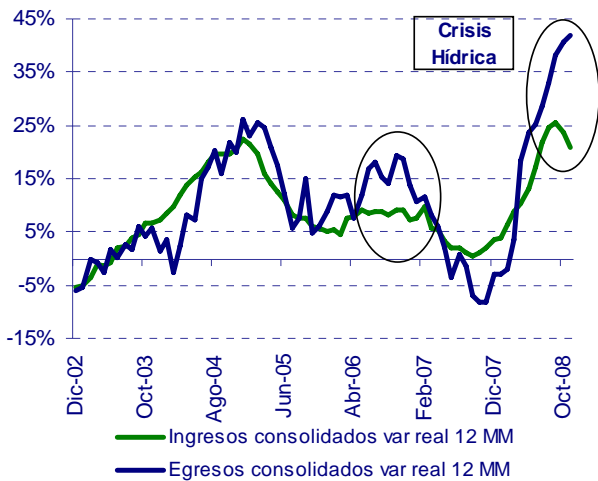
<sup>8</sup> Los datos de Cuentas Nacionales para III.08 indican un crecimiento del PIB de 12,1% real promedio anual, liderado principalmente por la inversión que registró un aumento de 40,9% y en menor medida por el consumo privado (10,1%). Mientras tanto, las importaciones crecen 19,7% y las exportaciones 16,1%.

<sup>9</sup> El resultado operativo de EP forma parte de los ingresos consolidados del SPNF según la metodología de Borchardt y Licandro (1995).

<sup>10</sup> Establecida en la ley 18.083 de diciembre de 2006 y en una serie de decretos posteriores.

<sup>11</sup> A partir de agosto 2008 el IRPF a los jubilados se convirtió en el IASS, el mismo se adiciona al IRPF a efectos de esta comparación.

Por otra parte, el deterioro del resultado global es explicado básicamente por el menor resultado operativo de EP, el cual en los 12 meses cerrados a noviembre 2008 asciende a 0,8% del PIB. Este valor no se observa desde 1989, y es inferior a los 3 puntos del PIB promedio de los últimos 5 años. Este deterioro es producto del déficit hídrico que atravesó Uruguay y de los precios históricamente altos del petróleo, factores que han provocado un fuerte incremento real en los costos de UTE y ANCAP, los que no fueron trasladados completamente a tarifas. Los egresos corrientes de estas empresas aumentaron en términos reales en torno de 60% (variaciones reales 12 MM), mientras que los ingresos reales netos crecieron para ANCAP un 53%, para UTE se redujeron en 4%. El sobrecosto afrontado por estas empresas por su manejo de tarifas inferiores a los costos alcanzó a 1,7% del PIB a noviembre 2008. Para el conjunto de las EP el comportamiento de los indicadores en volumen físico ha sido dispar, en tanto la tarifa real promedio presenta un leve aumento de 2,5% en el año periodo referido<sup>12</sup>.



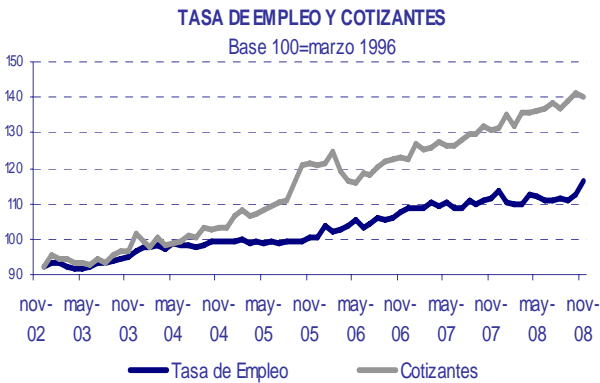
En relación al BPS el número de cotizantes ha evolucionado en los últimos meses con una tendencia menos marcada que el empleo, registrando un aumento de 7,0% punta a punta (similar al aumento de cotizantes registrado en 2007), mientras que el crecimiento de los ingresos del BPS acompañó el crecimiento de la masa salarial (5,5% y 5,4% real respectivamente)<sup>13</sup>.

Siguiendo a la evolución del PIB y de los ingresos fiscales, los egresos consolidados del SPNF mantienen la expansión iniciada en 2005, registrando este año un aumento real de 8,7%, o de 6,2% si se excluye la variación de existencias de crudo. Esta evolución se observa en todos los componentes del Gasto Primario, el que presenta un aumento de 12,8% en términos reales ubicándose en 25.2 puntos del PIB, cifra similar a la de igual período del año anterior (25,7%).

Costo crisis energética UTE. En % del PIB.				
2004	2005	2006	2007	Acum. Nov' 08
0,2%	0,2%	1,1%	0%	1,7%
Fuente: Rendición de Cuentas 2007 y MEF				

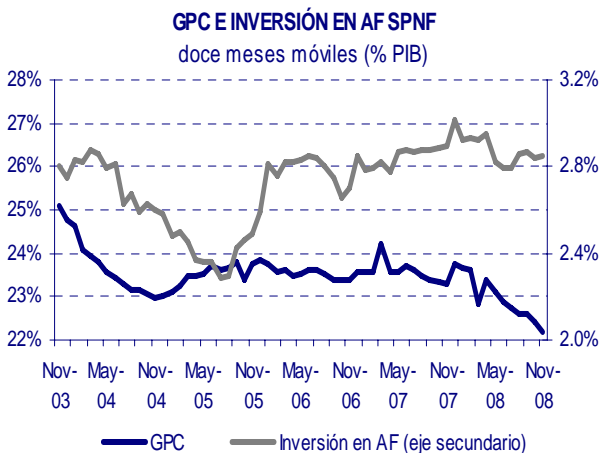
<sup>12</sup> Los indicadores físicos de EP en general muestran signos negativos excepto el consumo de fuel oil y naftas (para el caso de ANCAP) y el tráfico internacional saliente (para ANTEL). En el caso de la tarifa real global, la evolución está determinada por aumentos en ANCAP (4,8%) y UTE (1,8%) y caídas en ANTEL (-7,2%) y OSE (-5,7%) (datos a noviembre 2008).

<sup>13</sup> En noviembre 2008 los cotizantes al BPS se ubican en 1:273.



EGRESOS DEL SPNF CONSOLIDADO (% DEL PIB)						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 <sup>(1)</sup>
<b>EGRESOS</b>	<b>33.6%</b>	<b>30.9%</b>	<b>31.1%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.0%</b>	<b>28.0%</b>
<b>Egresos operativos<sup>(2)</sup></b>	<b>30.8%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.5%</b>	<b>28.1%</b>	<b>27.8%</b>	<b>25.0%</b>
Remuneraciones	6.9%	6.5%	6.7%	6.6%	6.6%	6.0%
Bienes y servicios	4.2%	4.2%	4.4%	4.8%	4.8%	4.1%
Intereses (Gob Cent + IMM)	5.7%	5.0%	4.5%	4.3%	3.9%	2.7%
Transferencias	1.0%	0.8%	0.9%	0.5%	1.1%	1.2%
Prestaciones Sociales	13.0%	11.7%	12.1%	11.9%	11.5%	11.0%
Prestaciones BPS	11.4%	10.2%	10.6%	10.5%	10.1%	9.7%
Transf.a Cajas M y P	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
<b>Egresos de capital</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.0%</b>
Gov. General	1.4%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%
Empresas Públicas	1.3%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%
<b>MEMO ITEMS:</b>						
Intereses Cons. SPNF <sup>(3)</sup>	6.0%	5.2%	4.6%	4.5%	4.0%	2.8%
Resultado Primario SPNF	3.1%	4.1%	4.1%	3.8%	3.5%	1.7%
Gasto Primario SPNF	27.6%	25.7%	26.4%	26.5%	27.0%	25.2%

Notas: (1) Datos a noviembre 12 meses móviles.  
(2) Incluye los Fondos de Libre Disponibilidad.  
(3) Incluye intereses de GC, IMM y Empresas Públicas.



El Gasto Primario Corriente (GPC) aumenta 9,4% real, siendo liderado por las transferencias al Sector Privado, seguido por las prestaciones de la Seguridad Social y las remuneraciones (119,1%, 9,1% y 5,2% de crecimiento real, con una incidencia de: 5,2%, 3,6% y 1,1% respectivamente)<sup>14</sup>.

El aumento de las prestaciones sociales está ligado a la masa salarial y al número de beneficiarios. Este último se incrementó dado que el Plan Nacional de Emergencia Social (PANES) a partir de 2008 se sustituyó por el Plan de Equidad, en el cual la participación del BPS en su ejecución fue mayor (en el PANES el GC tenía una mayor ejecución). El Plan de Equidad aumentó la cobertura de varias prestaciones realizadas por el BPS e incorporó nuevas prestaciones. Adicionalmente, se agregan prestaciones con la creación del Fondo Nacional de Salud (FONASA). Todos estos gastos colaboran en el aumento real de las prestaciones de este organismo en 9,1%<sup>15</sup>.

Finalmente las inversiones públicas aumentan en términos reales 45,3%, impulsadas por las EP (determinadas principalmente por la acumulación de stocks de ANCAP). Sin variación de crudo, considerando solo las inversiones en activo fijo del SPNF el aumento es de 13,2%, (14,0% para GC y 12,2% para EP). De esta forma, dichas inversiones se ubican en 2,9 puntos del PIB, nivel similar al de los últimos años.

### Intereses SPNF

Los intereses pagados por el SPNF se redujeron 1,1% del PIB en los últimos 12 meses a noviembre 2008, llegando a 2,8%, disminuyendo 17,7% en términos reales, producto de la evolución levemente favorable de sus determinantes. Así, en el último año móvil la Deuda Bruta/PIB del SPNF disminuye unos 13 puntos, mientras que la tasa de interés promedio en dólares, de 6,1%, es 17

<sup>14</sup> Se debe tener en cuenta que al analizar en 12MM se está incluyendo el adelanto de transferencias realizado por el Gobierno en diciembre 2007 (a la CND, PLUNA, Plan Ceibal y FNR) de \$ 2.501 millones.

<sup>15</sup> El Plan de Equidad incluyó varios cambios entre los que se destaca: ampliación de la cobertura de Asignaciones Familiares, aumento de la cobertura y mejora de la calidad del Plan CAIF y Centros Diurnos del INAU para cohortes de 0 a 3 años, plan de ampliación de cobertura en Jardines de Infantes de ANEP, plan de inserción y reconversión laboral y sistema de becas laborales para 300 alumnos anualmente de liceos del CES con dificultades económicas.

puntos básicos menor, ambos respecto a diciembre 2007. A esta evolución contribuyó la apreciación real del Peso frente al dólar y, en menor medida, la reducción de las tasas promedio en UI<sup>16</sup>. Esta tasa promedio en dólares junto a la apreciación real, determinan una tasa real negativa en Pesos de 8.4%, profundizando la tendencia de los últimos trimestres.

### Deuda Pública y Financiamiento

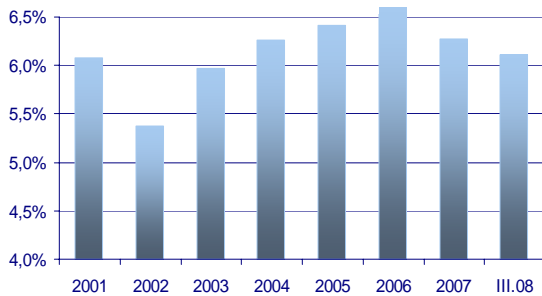
La Deuda Pública Bruta se ubica en USD 17.805 millones a setiembre 2008, y el total de activos en USD 8.667 millones, por tanto la Deuda Neta es de USD 9.138 millones, (descenso respecto a la de diciembre 2007 de USD 525 millones). Esta evolución se debió al mayor aumento registrado en los Activos Financieros (USD 2.010 millones) respecto al correspondiente aumento en la Deuda Bruta (USD 1.486 millones) para el dicho periodo.

Analizando la evolución por tipo de instrumento se observa un incremento del stock de Títulos Públicos de USD 1.043 millones respecto a diciembre de 2007, que se explica en casi un 40 % por el efecto de la apreciación de la moneda nacional hasta entonces, dado su impacto en los saldos de los Títulos en Pesos (indexados y nominales) expresados en dólares. Dado que a setiembre se continuaba con emisión neta de instrumentos en moneda local principalmente por el BCU, a la vez que se amortizaba en forma neta instrumentos en moneda extranjera.

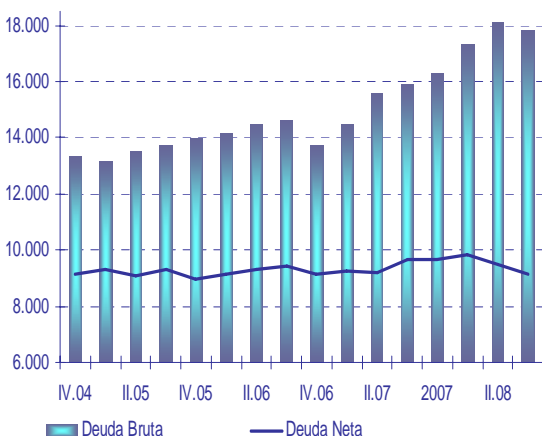
En lo que se refiere a los Préstamos, estos se incrementan en USD 268 millones en el período analizado, repartido en partes iguales entre préstamos de Organismos Multilaterales a Gobierno Central y BCU, y de Bancos Privados a Empresas Públicas.

El aumento en los Activos Financieros está explicado casi exclusivamente por el incremento en los Activos de Reserva del BCU en USD 2.222 millones, de los que se destaca la compra de divisas por USD 785 millones y el crecimiento de los depósitos de los Bancos en el BCU en el entorno de USD 500 millones, debido al cambio en el régimen de encajes vigente a partir del 1º de junio del presente año.<sup>17</sup> Esto implica una profundización en la liquidez y

TASA PROMEDIO DEUDA SPNF  
USD, %



DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA (millones de US\$)



<sup>16</sup> La apreciación del peso respecto al dólar asciende a 2% (setiembre 2008 vs. diciembre 2007); la tasa promedio anual de títulos en UI pasa de 4,8% a 4,5%.

<sup>17</sup> Según Resolución de Directorio de la fecha 15/05/2008, en la que se incrementa el encaje mínimo en moneda extranjera mantenido por los Bancos.



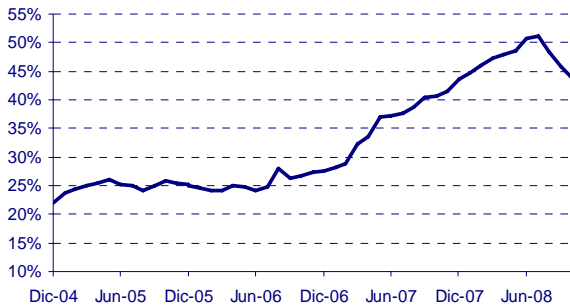
calidad de los activos que había comenzado a mediados de 2007: los activos líquidos de corto plazo representan el 80% del total, mientras que los activos generados por la Asistencia Financiera de 2002 reducen su participación relativa del 9% al 6% en el periodo.

Analizando la deuda en Títulos Públicos y Préstamos, cuya información se dispone con menor rezago y representa la mayor parte de la Deuda Bruta, los datos a diciembre 2008 presentan un quiebre respecto a la evolución observada hasta setiembre, tanto en la composición por moneda de los Títulos como su importancia relativa respecto a los préstamos.

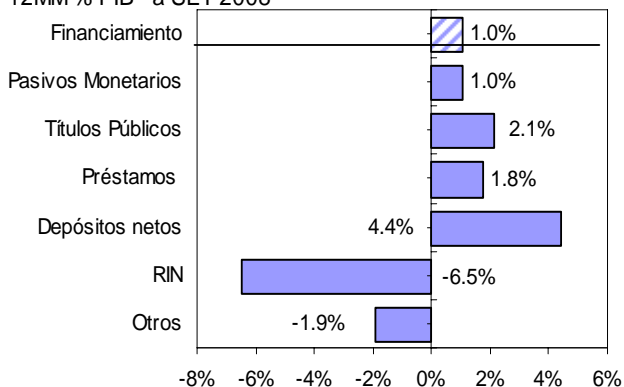
En la composición por monedas de los Títulos Públicos se observa una caída en la participación de la moneda local, por primera vez desde que se impulsó este mercado luego de la crisis de 2002, en un contexto de agravamiento de la crisis financiera internacional. En este marco es que en noviembre el BCU decide llevar adelante un programa de recompras de sus instrumentos denominados en moneda nacional (nominal y en UI) a fin de permitir el cambio de portafolio deseado por algunos agentes. En estas operaciones el BCU compró títulos por \$ 5.424 millones (equivalentes a USD 228 millones, o el 5.5% del circulante de títulos en moneda local) en Valor Nominal, de los que el 72% eligió recibir dólares como contrapartida, y el 28% restante prefirió hacerse de la moneda local.<sup>18</sup>

Por otro lado, dada esta evolución de títulos y la gestión de líneas de crédito contingente que implican compromisos financieros para el Sector Público, el ratio Títulos/Préstamos viene disminuyendo a partir de agosto de 2008, aunque se mantiene en niveles altos<sup>19</sup>. Debido a que no ha habido necesidades de financiamiento ni importantes vencimientos en el corto plazo<sup>20</sup>, el Estado ha podido mantenerse aislado hasta el momento del estado actual de los mercados financieros, en plena crisis de confianza y de *flight to quality*, que repercute negativamente en los mercados

SPG: TÍTULOS EN M/N / TOTAL DE TÍTULOS



Financiamiento Sector Público Global  
12MM % PIB - a SET 2008



<sup>18</sup> Por otra parte, la fuerte depreciación del peso uruguayo frente al dólar del último trimestre provoca una caída adicional de este stock medido en dólares. Con el dólar constante a Diciembre 2007, el ratio solo se modifica levemente

<sup>19</sup> El mismo pasa de 4.1 a 3.5 en el periodo referido.

<sup>20</sup> La *maturity* residual promedio de la deuda se mantiene en 11 años desde IV.06, vs. 6,5 años a IV.05.

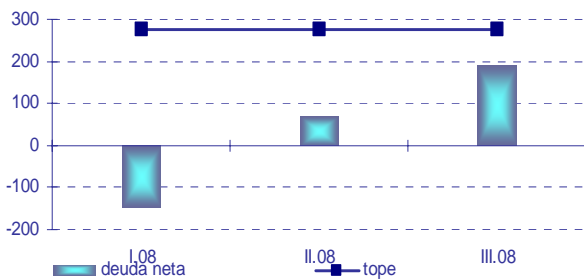
emergentes<sup>21</sup>. Finalmente, dado que la deuda a tasa fija continúa en el entorno de 85% del total, se reduce la exposición de los intereses a la volatilidad de los mercados financieros y por tanto disminuye otro aspecto de vulnerabilidad fiscal.

Del punto de vista de fuentes y usos de fondos, los datos en los últimos 12 meses a setiembre de 2008 muestran que las principales fuentes de financiamiento han sido los Depósitos Netos, los que aumentan 4,4 puntos del PIB, junto a la emisión neta de Títulos Públicos (2,1 puntos del PIB) y los desembolsos de préstamos (1,8 puntos del PIB). Estas fuentes se aplicaron principalmente a constituir Activos Externos y en menor medida financiaron el déficit de 1 punto del PIB.

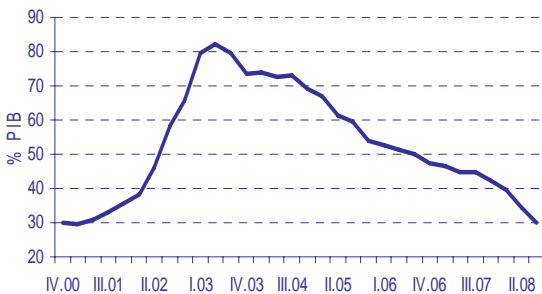
Por otra parte, la Ley de Endeudamiento establece un tope de USD 275 millones para la variación de la Deuda Neta del Sector Público Global en el ejercicio 2008<sup>22</sup>. A setiembre de 2008 la deuda compatible con la definida en dicha ley mostró un aumento de USD 192 millones, a consecuencia del aumento de la Deuda Bruta (USD 2.387 millones) superior a la acumulación de Activos Financieros (USD 2.191 millones), originada en la situación deficitaria del Sector Público, la que a su vez se vincula con la crisis energética, lo que representa un ajustado margen respecto al monto autorizado para el año. Es de recordar que la Ley permite flexibilizar el tope por causas justificadas, hasta un 50% en el año<sup>23</sup>.

Analizando la sostenibilidad fiscal se observa que el ratio Deuda/PIB continúa su tendencia decreciente, reduciéndose en el último año móvil 15 puntos, tanto en términos brutos como netos. La Deuda Bruta/PIB alcanza a 58%, mientras que la Deuda Neta/PIB se ubica en 30%, reduciéndose unos 50 puntos desde su máximo luego de la crisis del 2002. Analizando esta evolución en

VARIACIÓN DEUDA NETA - TOPE ENDEUDAMIENTO  
(millones de US\$)



DEUDA PÚBLICA NETA (% PIB)



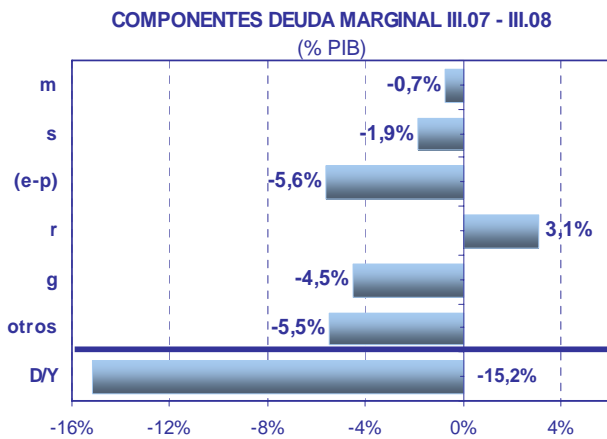
<sup>21</sup> El índice EMBI+ aumentó desde su mínimo de 158 pb en junio 2007 a 720 pb en diciembre 2008 (promedios mensuales).

<sup>22</sup> De acuerdo a la Ley 17.947 del 13 de enero de 2006, la deuda del SPG topeada no incluye a la de los Gobiernos Departamentales, se incluye como instrumento a la Base Monetaria y se valúan los saldos con arbitrajes fijos. Por más información sobre la metodología consúltese la referida ley o la publicación del BCU en [www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmaf/controlmetadeuda/dncontrolmeta.pdf](http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmaf/controlmetadeuda/dncontrolmeta.pdf)

<sup>23</sup> Art.5to : "El Poder Ejecutivo podrá superar hasta en un 50% el tope de deuda fijado para un año determinado en aquellos casos en los que factores extraordinarios e imprevistos así lo justificaren, dando cuenta a la Asamblea General y sin que ello altere el tope fijado para los ejercicios siguientes. El Poder Ejecutivo no podrá hacer uso de la facultad prevista en el inciso precedente durante tres ejercicios consecutivos".

una perspectiva de mediano plazo se observa que la Deuda Neta alcanza ahora valores similares a los de IV.2000 (es decir, anterior a la crisis de 2002); algo similar sucede con la Deuda Bruta.

Como sucede en los últimos años, esta reducción sigue siendo explicada por el fuerte crecimiento del PIB en dólares, con una incidencia decreciente. Actualmente el mismo contribuye con 10,1 puntos a la reducción del ratio, siendo explicado 5,6 puntos por la caída de precios relativos (devaluación vs inflación) y 4,5 por el crecimiento real del PIB. Las necesidades financieras del Sector Público tienen un efecto expansivo: por un lado, el superávit primario aporta 1,9 puntos a la reducción del ratio, mientras que el factor expansivo son los intereses que aumentan en 3,1 puntos; ambas variables tienen una contribución tendencial menor respecto a años anteriores. Finalmente, el *seignorage* continúa con su contribución cercana a 1 punto del PIB, mientras que las diferencias metodológicas entre stocks y flujos determinan una disminución de esta relación de 5,5 puntos del PIB<sup>24</sup>.

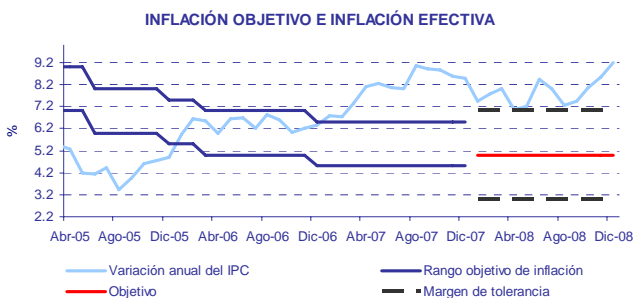


En términos generales el ratio deuda/PIB, aún en niveles cercanos a 60%, es considerado como relativamente elevado en economías emergentes, por lo que sigue imponiendo una fuerte restricción fiscal generada por la dinámica de la deuda pública resultante de la crisis financiera de 2002, a pesar de la continua reducción de su stock en relación al PIB y de las diferentes operaciones de gestión de deuda y en el manejo de activos realizadas a partir de 2006. Por otra parte, dada la evolución del peso uruguayo respecto al dólar en IV.08, es de esperar que los ratios de deuda/PIB se ubiquen en niveles mayores a los aquí comentados.

### III. LA INFLACIÓN

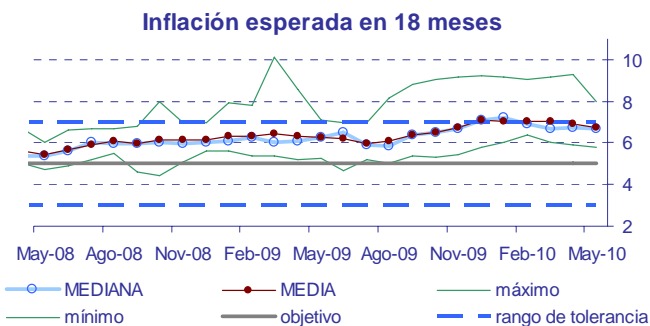
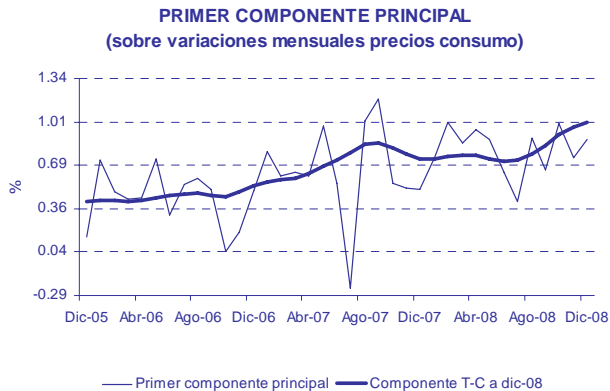
#### *La inflación y las expectativas de los expertos*

El Índice de Precios del Consumo (IPC) creció 9.19% en 2008, finalizando el año en niveles similares a los de setiembre de 2007.



<sup>24</sup> Estas se originan por valuación (diferentes tipos de cambio utilizados en deuda y financiamiento) y cambios en el stock que no se reflejan en el financiamiento.

Un mensaje similar se obtiene de la lectura de la inflación subyacente. La evolución a la baja a principios de 2008 y el posterior aumento están influidos por la puesta en práctica de medidas fiscales para la contención de los precios, por lo que es conveniente mirar a la inflación una vez que el efecto de esas medidas se desvanece.



A pesar de los guarismos registrados, las expectativas de inflación de los agentes consultados por el Banco Central del Uruguay estarían alineadas con el rango de tolerancia del objetivo de inflación. En efecto, las expectativas relevadas, que además de la inflación pasada toman en cuenta los factores que afectarán en el futuro a la inflación, se ubicaban en mediana a diciembre de 2008 en 6.67% para el horizonte de compromiso de la política monetaria (junio de 2010), 1.67% por encima del objetivo de 5%, pero dentro del rango de tolerancia establecido por el Poder Ejecutivo al Banco Central del Uruguay. Adicionalmente, en el mes de diciembre se observaba una convergencia al rango objetivo de los valores máximos de la encuesta, y también una reducción de la expectativa mínima de los agentes.

### ***Desagregación del IPC***

Desagregando el índice en componentes puede apreciarse que los rubros alimenticios estuvieron dentro de los que más contribuyeron al aumento del IPC, en tanto los precios administrados tuvieron aumentos sustancialmente menores a los del índice global de precios. En efecto, durante 2008 el rubro “ frutas y verduras” aumentó un 15.8%, en tanto el rubro “ Cereales, carne, lácteos, frutas y verduras, aceites y grasas” lo hizo en 11.1%. Por su parte, fruto de las medidas de contención de precios tomadas en el frente fiscal, los precios administrados aumentaron solamente 3.4%.

La contención de los precios administrados que se observó de fines de 2007 tuvo una incidencia de 150 puntos básicos en el IPC de dicho año. La menor variación de estos precios de 2008 tuvo que ver con la caída del precio del petróleo, con la nueva forma de financiamiento de las instituciones de atención médica mutuales y

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

colectivas que permite un menor aumento de la cuota mutua y con el mantenimiento del subsidio al transporte terrestre de pasajeros.

El mayor crecimiento de la demanda interna y la variación del tipo de cambio de los últimos meses se reflejan en “ Resto IPC” .

	I.07	II.07	III.07	IV.07	I.08	II.08	III.08	IV.08	2007	2008
Cereales, carnes, lácteos, aceites y grasas	2.69	4.97	6.49	3.13	5.86	2.26	5.05	-3.55	18.39	9.67
Frutas y verduras	20.52	11.73	10.87	-4.85	2.32	10.46	-4.05	6.82	42.07	15.84
Cereales, carne, lácteos, frutas y verduras, aceites y grasas	6.31	6.53	7.55	1.15	5.03	4.13	2.85	-1.21	23.20	11.12
Administrados <sup>25</sup>	3.56	0.80	1.97	-4.10	2.48	3.47	0.67	-3.18	2.08	3.36
Servicio doméstico	5.02	0.00	0.69	0.18	4.00	1.31	-0.14	2.06	5.93	7.38
Resto IPC	2.18	1.47	2.07	1.29	2.20	1.52	2.57	4.58	7.18	11.29

El siguiente cuadro brinda más información sobre la forma en que se están ajustando los precios transables en la economía uruguaya.

	Variación de precios de bienes y servicios transables										
	Ponderación	I.07	II.07	III.07	IV.07	I.08	II.08	III.08	IV.08	2007	2008
	en IPC base										
	mar.1997=100										
Cereales	0.0147	2.38	4.49	3.78	4.69	5.08	10.75	0.63	-1.01	16.23	15.92
Lácteos	0.0155	1.49	5.12	11.69	7.16	6.66	3.00	-0.52	-2.80	27.69	6.22
Carnes	0.0501	3.44	3.73	5.82	1.08	4.07	-0.92	9.60	-7.97	14.76	4.01
Grasas	0.0050	2.06	1.74	17.29	10.43	12.78	2.48	-1.22	4.16	34.50	18.92
Vestimenta	0.0334	-2.34	3.62	-0.44	1.98	-1.08	2.66	-3.41	5.08	2.75	3.08
Cigarrillos	0.0136	0.55	-0.01	18.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	19.07	0.00
Electrodomésticos	0.0160	0.26	1.13	-1.92	-2.60	-2.11	-1.80	6.46	14.28	-3.13	16.94
Vinculados al comercio regional	0.0163	4.00	-2.84	-1.32	3.34	0.94	-5.39	9.33	16.88	3.04	22.03
Resto	0.1886	1.19	1.64	-1.06	-0.04	0.46	1.20	1.13	6.78	1.71	9.78
Transables	0.3532	1.51	2.12	2.28	1.15	1.78	0.92	2.84	2.95	7.24	8.74

En el segundo semestre de 2008 los precios transables crecieron a tasas superiores a las de igual período de 2007, especialmente en el cuarto trimestre. Tuvieron un papel muy importante en este comportamiento los rubros que se comercializan en dólares, tales como la mayoría de los incluidos en “ Electrodomésticos” como

<sup>25</sup> Tarifas públicas, precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

los que se fijan teniendo en cuenta las condiciones de oferta y demanda de la región,

En el último trimestre se observan caídas de precios entre los rubros que habían sido directamente afectados por shocks de oferta explicables por el crecimiento de precios internacionales (cereales, lácteos, carnes). El abaratamiento de estos rubros era de esperar dados los descensos de sus cotizaciones internacionales expresadas en dólares, valores que para las carnes habían sido especialmente altos por el tipo de mercados a los que se había logrado acceder. El cuadro “ Precios internacionales e internos” resume información que puede aportar elementos a tal debate. Se destaca la inclusión de variaciones de precios expresados en pesos uruguayos, lo que implica considerar la evolución del tipo de cambio, variable cuya evolución hay que tener en cuenta a la hora de debatir sobre el cumplimiento de la ley de un solo precio.<sup>26</sup>

Precios internacionales e internos en el segundo semestre de 2008												
Se compara el promedio de un trimestre con el del anterior												
Variaciones porcentuales												
	Bloomberg				IPX				IPPN		IPC	
	III		IV		III		IV		III	IV	III	IV
	USD(*)	\$(**)	USD(*)	\$(**)	USD(*)	\$(**)	USD(*)	\$(**)	\$(**)	\$(**)	\$(**)	\$(**)
Ganado en pie	7.10	6.40	-13.34	3.57								
Carne (***)					13.01	12.44	-28.97	-15.65	12.33	-10.04	7.88	-5.89
Trigo	-5.80	-6.41	-30.50	-16.94								
Arroz	-13.76	-14.32	-16.72	-0.46								
Molinería					15.09	14.34			-2.88	-7.75	2.26	0.21
Leche	-7.72	-8.32	-16.11	0.26								
Lácteos					-8.56	-9.15			-0.95	-2.41	0.47	-2.81
								<b>Variación del tipo de cambio</b>				
								<b>Se compara el promedio de un trimestre con el del anterior</b>				
(*) Se trabaja con precios expresados en dólares												
(**) Se trabaja con precios expresados en pesos uruguayos								III.08		-0.65		
(***) En lugar del IPX se utilizó información de INAC.								IV.08		19.52		

<sup>26</sup> Téngase presente que es posible que los rubros cuya información se obtiene del sistema Bloomberg no sean los más indicados para el análisis que se pretende realizar, pero se valoró especialmente la ventaja de disponer información actualizada sobre la evolución de sus precios. Por otra parte, si bien las materias primas tienen una participación preponderante en los costos de producción de los rubros considerados del IPPN e IPC, no son los únicos insumos a tener en cuenta.

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

El siguiente cuadro se refiere a los bienes no transables:

	Variación de precios de bienes y servicios no transables										
	Ponderación	I.07	II.07	III.07	IV.07	I.08	II.08	III.08	IV.08	2007	2008
	en IPC base mar.1997=100										
Alimentos	0.0743	1.89	4.53	2.31	2.62	6.19	3.27	2.77	1.12	11.82	13.96
Alquiler	0.0468	2.88	3.07	3.74	3.47	3.25	3.82	3.99	3.62	13.81	15.52
Mano de obra con enseñanza	0.1136	3.57	1.01	4.01	1.63	3.79	1.06	2.85	2.93	10.58	11.05
Servicio doméstico	0.0205	5.02	0.00	0.69	0.18	4.00	1.31	-0.14	2.06	5.93	7.38
Administrados <sup>27</sup>	0.2341	3.56	0.80	1.97	-4.10	2.48	3.47	0.67	-3.18	2.08	3.36
Comidas fuera del hogar	0.0578	3.39	3.29	5.21	4.06	3.34	2.35	3.90	1.53	16.91	11.57
Servicios de esparcimiento	0.0241	1.55	0.76	2.06	0.69	2.45	3.19	1.71	1.60	5.15	9.24
Frutas y verduras	0.0342	20.52	11.73	10.87	-4.85	2.32	10.46	-4.05	6.82	42.07	15.84
Resto	0.0426	4.02	0.33	3.55	0.18	4.67	2.87	4.98	4.63	8.27	18.26
<b>No transables</b>	<b>0.6479</b>	<b>4.24</b>	<b>2.16</b>	<b>3.39</b>	<b>-0.82</b>	<b>3.41</b>	<b>3.33</b>	<b>1.73</b>	<b>0.69</b>	<b>9.20</b>	<b>9.45</b>

El abaratamiento de los precios de los commodities también se reflejó en este grupo de precios (Ver “ Alimentos” en el cuarto trimestre).

Los aumentos de precios de rubros en los que el factor trabajo tiene un peso muy importante en los costos de producción, puede que todavía no reflejen en su totalidad los ajustes negociados en los Consejos de Salarios.

### ***Costo unitario de la mano de obra***

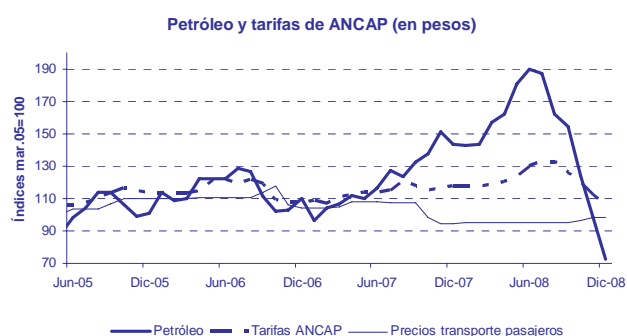
Los costos unitarios de la mano de obra estarían aumentando en el margen en niveles superiores al aumento de precios, aún antes de poderse ver en forma completa el resultado de la nueva negociación salarial. En efecto, el aumento de la producción se dio con un gran aumento de la productividad media del trabajo, que aumentó en lapso considerado en 8.4% globalmente. Este número está influido por la ocurrencia de aumentos de producción

<sup>27</sup> Tarifas públicas, precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

extraordinarios que no afectan la productividad media, como es el caso de la producción de celulosa. Si se excluye ese factor del cálculo de la productividad media total, el incremento de esta variable al tercer trimestre de 2008 sería 5.7%, un valor muy importante en términos históricos, pero que determina una medición de costos unitarios (incluyendo todos los costos laborales y no solamente los salariales) que habría aumentado en 12.1%.

### *El rol de los precios administrados*



Al igual que en el tercer cuatrimestre de 2007, la contención de la variación del IPC vía precios administrados tuvo un papel importante en el comportamiento del IPC del último cuarto de 2008. Las tarifas de ANCAP se redujeron 19.2% desde agosto. Los ajustes en el rubro Salud fueron sustancialmente inferiores a los de 2007, en un contexto en que la implementación del Sistema Nacional Integrado de Salud hace que la cuota mutual ya no refleje el costo que el cuidado de la salud tiene para los hogares montevideanos. El subsidio al transporte de pasajeros se ha visto facilitado por los altos niveles de empleo que han permitido crecimiento en la venta de boletos.

Petróleo y tarifas de ANCAP				
(variaciones en pesos uruguayos)				
	Ene.05-Dic.08	Ene.05-Ago.08	Set.08-Dic.08	
Petróleo	-12.67	95.16	-55.25	
Tarifas ANCAP	0.74	24.67	-19.19	
Transporte de pasajeros	-4.77	-8.09	3.61	
Salarios "Transporte terrestre y por tubería"	50.35	40.54	6.97	(*)
(*) Se dispone de datos hasta noviembre 2008				



## IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS VARIABLES MONETARIAS

### ANTECEDENTES

El contexto internacional y regional en que operó la economía uruguaya durante la última parte del año 2008 condicionó las posibilidades de desarrollar una política monetaria consistente con los objetivos vigentes en materia de inflación. En un marco signado por la crisis internacional, que generó gran volatilidad en los mercados financieros, el BCU en el último bimestre de 2008 adoptó estrategias para amortiguar los efectos negativos que se recibirán a nivel doméstico.

Con posterioridad a la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM), celebrada el 13 de noviembre, se anunció que se buscaría reducir la volatilidad del tipo de cambio, evitando apartarse de la tendencia de largo plazo que se derive de sus fundamentos. Respecto a la tasa de interés, que en ese marco se volvía endógena, se ratificó que la misma se seguiría manejando con un rango de tolerancia, tal como fue la práctica adoptada desde octubre.<sup>28</sup> No obstante mantener incambiado el nivel de la TPM, el COPOM ratificó a través del Comunicado de Prensa difundido la continuación de la orientación contractiva de la política monetaria.

A fines de octubre el BCU, en el marco del anuncio de la operación de Recompra de títulos en moneda nacional, decidió discontinuar las colocaciones de LRM que venía realizando en el mercado primario.<sup>29</sup> Las licitaciones de estos títulos recién fueron retomadas

<sup>28</sup> A través de un Comunicado de Prensa difundido el 15/10/2008 se anunció que “El Directorio del Banco Central ha resuelto, en virtud de la situación que atraviesan los mercados financieros globales, flexibilizar hasta la próxima reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria, el rango de tolerancia para el promedio mensual de la Tasa de Política Monetaria, más allá de los 25 puntos básicos en torno a su nivel objetivo de 7,75%, el cual permanece incambiado...”

<sup>29</sup> En el Comunicado de Prensa difundido el 24/10/2008 se anunció el lanzamiento de un programa de Recompra de Títulos Uruguayos por un total de \$ 5000 millones y el calendario correspondiente al primer tramo de esta operación (\$ 1.500 millones) que establecía que el 30/10/08 se realizaba la apertura del libro de ofertas, el que se cerraba el 05/11/08, debiendo comunicarse las adjudicaciones el 07/11/2008 y liquidarse las operaciones el 10/11/2008. Los resultados alcanzados en esta operación fueron divulgados a través del Comunicado de Prensa de Política Monetaria del 21/11/2008, la misma se implementó en tres tramos por un valor efectivo total de \$5.100 millones, de los cuales el 71% fue liquidado en dólares.

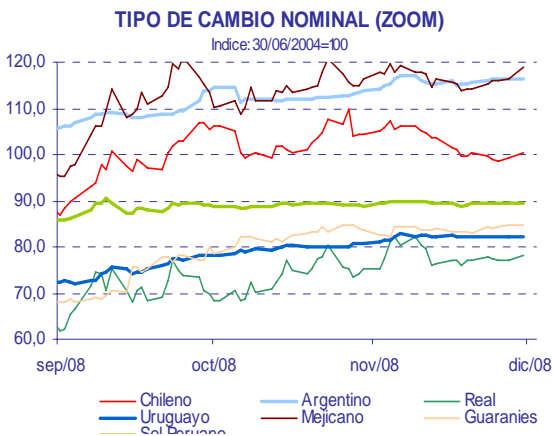
en diciembre, una vez que los mercados financieros internacionales evidenciaron menor volatilidad y a nivel doméstico empezó a evidenciarse la existencia de abundante liquidez.

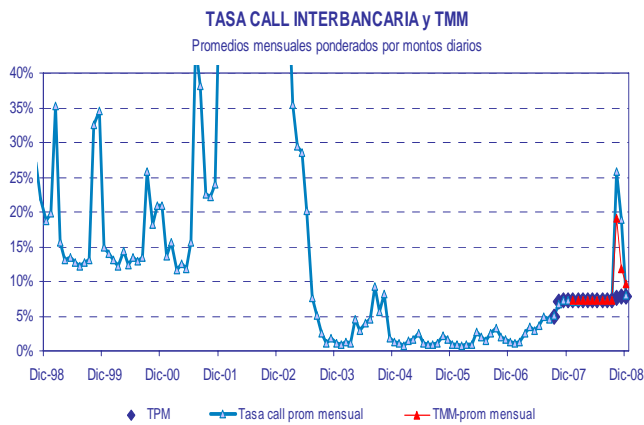
A partir de setiembre las políticas de compra-venta de divisas de BCU y de GC fueron funcionales a reducir la volatilidad del tipo de cambio, realizándose ventas de divisas por montos significativos e instrumentándose la realización de operaciones de Non Delivery Forward (NDF) con el BROU a fin de reducir las presiones en el mercado de cambios que se hubieran generado al satisfacer las necesidades de divisas de las Empresas Públicas. En ese marco, la aludida operación de recompra de títulos, al convalidar el cambio por monedas del portafolio de los agentes, tuvo la virtud de moderar notoriamente las presiones sobre el mercado de cambios.

**LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ Y EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO**

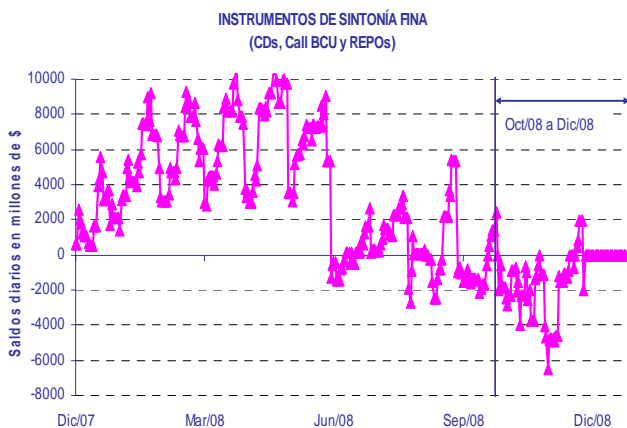
Durante la vigencia plena de un régimen de tasas de interés, la gestión de liquidez se concentra en administrar los instrumentos de política disponibles para lograr que el equilibrio en el mercado de dinero se establezca entorno a la TPM. En la medida que las condiciones imperantes en el último trimestre de 2008 determinaron que la autoridad monetaria flexibilizara el objetivo de tasas de interés, ello incidió directamente en la gestión. De esta forma, la liquidez no fue endógena a la tasa de interés sino que fue funcional al objetivo de reducir la volatilidad cambiaria adoptado por el BCU, lo que implicó que la TMM se volviera endógena a fin de permitir el correspondiente ajuste del mercado de dinero.

Comparando la evolución del tipo de cambio en Uruguay con el comportamiento de dicha variable en otros países de Latinoamérica, es posible concluir que la autoridad monetaria logró minimizar con éxito la volatilidad del tipo de cambio.





Por su parte, las tasas de interés interbancarias a un día, luego de once meses de virtual estabilidad, registraron un fuerte aumento a fines de 2008. Tras la suba de la TPM dispuesta el pasado 3 de octubre y la posterior decisión de flexibilización, la Tasa Media de Mercado (TMM) alcanzó un promedio de 19,1% en octubre, bajando en noviembre a 11,9% y ubicándose en 9,7% en diciembre. Tal como es razonable esperar, el comportamiento de la tasa call interbancaria es consistente con el de la TMM, alcanzando en los meses antes mencionados niveles de 25,8%, 18,8% y 8%, respectivamente.<sup>30</sup>



La gestión de la liquidez se basó en la utilización de instrumentos de corto plazo o de sintonía fina, teniendo escasa participación los instrumentos de mediano y largo plazo, ya que, como se mencionó antes, el BCU se retiró del mercado primario de títulos entre octubre y diciembre. La gestión en el período se distinguió claramente de la que se ha venido realizando desde la vigencia del régimen de tasas de interés. Mientras que hasta mediados de 2008 el BCU fue tomador de fondos, y posteriormente se alternaron períodos de exceso y de faltante de liquidez, durante octubre y noviembre fue necesario inyectar liquidez en forma sostenida por montos importantes, y en diciembre no se realizaron operaciones de mercado abierto (OMAs).<sup>31</sup>

Ese comportamiento, que indica las severas restricciones de liquidez impuestas por el BCU como parte de una estrategia de defensa de la moneda, se refleja en la fuerte suba que experimentaron las tasas interbancarias a un día a partir de octubre, en un marco de mayores expectativas de depreciación de la moneda nacional vinculadas a la crisis financiera internacional. Esto es claro en octubre cuando las políticas de compra-venta del GC y del BCU se conjugaron perfectamente con una gestión muy

<sup>30</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 realizados por el propio BCU. El cálculo del promedio se realiza ponderando por los montos operados en cada día. En el caso de la *Call* sólo se consideraron aquellas operaciones realizadas entre bancos en los que no interviene como contraparte el BCU.

<sup>31</sup> En particular, desde mediados de octubre y en buena parte de noviembre, se utilizó además del REPO, una variante de éste que se dio en llamar REPE. Esta forma de inyección, se basó en un criterio micro en el cual se licitaba la liquidez prevista para el día pero adjudicando a cada institución un porcentaje que estaba en función de sus necesidades de cumplimiento de encaje restante para el mes. La intención fue evitar que algunos agentes cobraran tasas desmedidas en el mercado interbancario dadas su segmentación y concentración, y reducir la incertidumbre en el mercado de pesos.

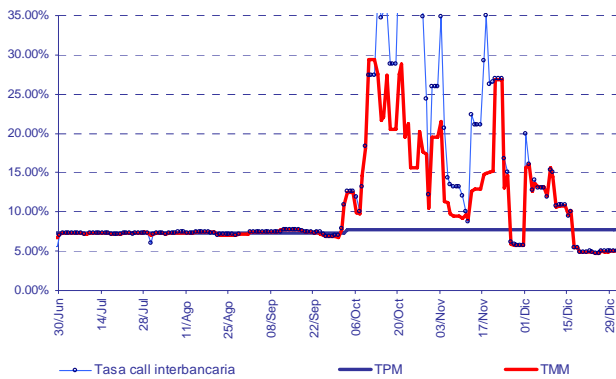
ajustada de la liquidez que obligó a una pauta de cumplimiento “forzada” de los encajes, lo que generó incertidumbre en el mercado interbancario, la que ha persistido en los siguientes meses.

En noviembre varios factores determinaron una notoria reducción de las presiones sobre el mercado de cambios: las generadas por la crisis internacional cedieron como resultado de las medidas adoptadas en las economías centrales y la evolución de la región, mientras que a nivel doméstico incidió la operación de recompra de títulos. Por otra parte, el BCU continuó abasteciendo las necesidades de divisas de las EE.PP. y del GC. De este modo fue posible suavizar la evolución de las tasas de interés interbancarias, las que muestran niveles menores debido al relajamiento de las condiciones de liquidez a fin de satisfacer la importante demanda de liquidez que caracterizó la primera quincena. Como contrapartida a fin de noviembre se esterilizó liquidez a corto plazo por montos importantes, en promedio superiores a \$ 1.000 millones diarios.

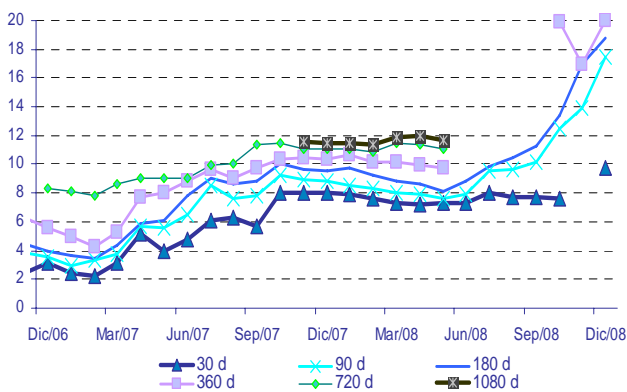
Como consecuencia, diciembre comenzó con niveles inusualmente altos de liquidez, lo que se agudizó debido a los conflictos gremiales que caracterizaron a ese mes y que liberaron circunstancialmente fondos de la recaudación impositiva los cuales, en ausencia de distorsiones operativas, habrían estado esterilizados en su totalidad.<sup>32</sup> De esta forma, a lo largo de diciembre los agentes dispusieron de una abundante oferta de liquidez, por lo que la autoridad monetaria prácticamente no intervino en el mercado de dinero. Esos fondos excedentes fueron depositados al 4%, alcanzando magnitudes históricamente altas, mientras que las tasas de interés a un día se redujeron hasta niveles de 5%, hecho inédito en la historia reciente.

El manejo permitido se reflejó en una gran volatilidad de tasas a corto plazo, lo que se había posibilitado con la decisión de flexibilizar la TMM. Es así como la desviación típica de esta variable

TASAS DEL MERCADO DE DINERO



TASAS DE LETRAS MN: ESTRUCTURA TEMPORAL

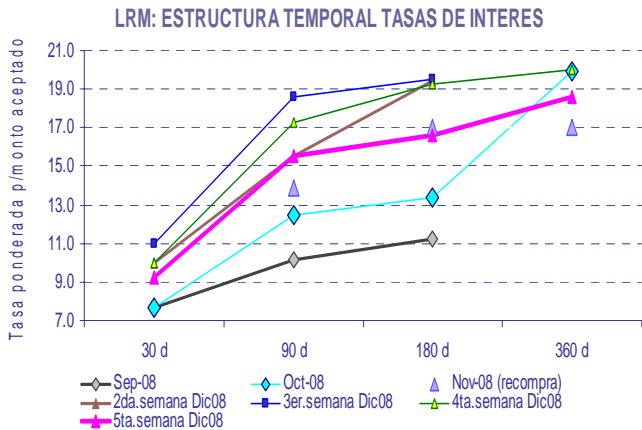


<sup>32</sup> Estos fondos, como consecuencia de las distorsiones, fueron computados por los bancos para cumplimiento de encaje durante la mayoría del mes, período en el cual, a diferencia de lo habitual, la pauta de cumplimiento fue homogénea. Los conflictos gremiales comienzan en el BROU a partir del 05/12 y luego, por otros motivos, se generalizan a Banca Privada y recién el 26/12/08 parecen alcanzarse soluciones y la operativa del mercado da indicios de normalizarse.

pasó de 0,3% en setiembre a 6,6% en octubre y a 6,2% en noviembre. En diciembre el desvío estándar fue menor: 4,2%.

## MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA

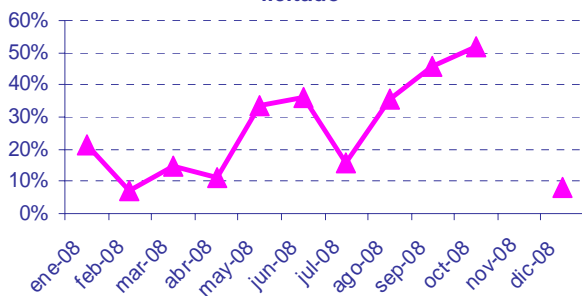
### Curvas de rendimiento de los títulos



Las tasas pagadas por las LRM comenzaron a aumentar gradualmente desde julio, tomando fuerza este proceso a partir de octubre, cuando el agravamiento del contexto internacional generó un incremento del riesgo país y mayores expectativas de depreciación de la moneda nacional. Inicialmente se siguió colocando, aceptándose tasas bastante más elevadas y luego, ante la drástica reducción de los bid-cover a mediados de Octubre, se decidió suspender momentáneamente las colocaciones.

En noviembre estas tasas habrían mostrado un nuevo aumento, a juzgar por las tasas implícitas en la operación de recompra de títulos. Las condiciones imperantes en diciembre posibilitaron que el BCU retomara las licitaciones de títulos de mediano y largo plazo. La evolución de los bid-cover, así como las tasas de interés pagadas en esas licitaciones indican que el retorno al mercado fue exitoso: los montos colocados se ubicaron prácticamente en línea con las sumas licitadas, habiendo sido estas últimas incrementadas sistemáticamente a fin de atender la demanda de forma consistente con las necesidades de esterilización que se estaban previendo. Sin perjuicio de esto, las tasas de interés acompañaron la evolución de la TMM, registrando aumentos, particularmente en los tramos más largos. Las mayores tasas fueron notorias en las primeras licitaciones realizadas, pero luego se observó una paulatina reducción. No obstante, a fines de diciembre las tasas de las LRM se ubican por encima de los meses previos, a excepción de los tramos más largos.

**Evolución del porcentaje de desvíos en las licitaciones de LRM respecto al monto licitado**

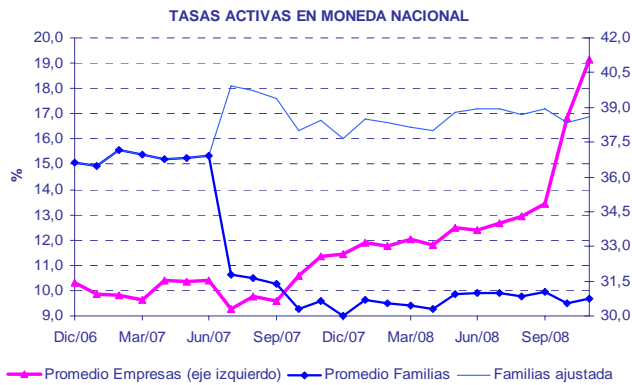


### Canal de crédito

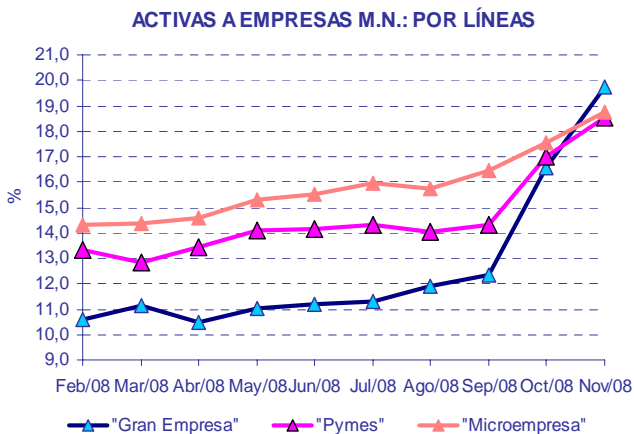
Una vez en funcionamiento el primer eslabón que vincula la TPM con la CR de las LRM, el canal de crédito de la política monetaria

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

opera a través de un segundo eslabón que vincula las tasas de estos instrumentos con las activas en moneda nacional a fin de incidir en la demanda de crédito para, finalmente, afectar la evolución de la demanda agregada y los precios.



De la evolución que han mostrado desde 2007 se desprende que las tasas activas han reaccionado en el sentido esperado y siguiendo un proceso de ajuste gradual. Este comportamiento fue comprobado en los segmentos más competitivos del mercado de crédito en moneda nacional, que corresponde a las líneas de financiamiento a empresas. En las líneas de préstamos a las familias, que es un mercado poco competitivo, las tasas cobradas por los bancos no han experimentado variaciones significativas.

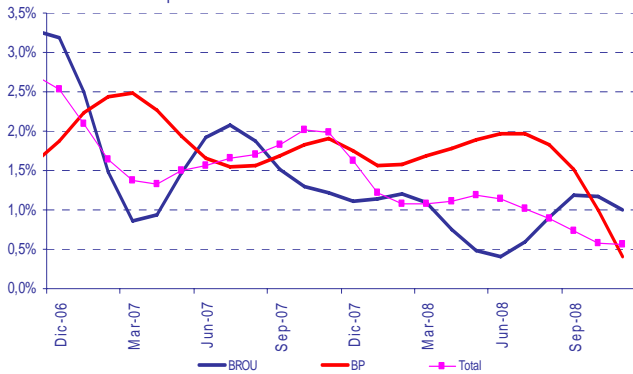


Así, las tasas activas cobradas a empresas aumentaron en respuesta a la política más restrictiva que comenzó a aplicarse en el último trimestre de 2007. Luego, se mantuvieron estables hasta abril y en mayo, cuando los bancos se adelantaron al incremento en los costos de intermediación que habrían de enfrentar a partir del 1º de junio debido a los cambios en la normativa de encajes, se ajustaron al alza. Durante el tercer trimestre de 2008 los aumentos de las tasas pagadas por las LRM determinaron incrementos moderados en las tasas activas cobradas a empresas, que pasaron de 12,4% en junio a 13,4% en setiembre. En los últimos meses del año, frente a ajustes importantes de las tasas de interés de los títulos, las tasas activas presentaron un aumento más significativo, pasando a 16,8% en octubre y a 19,2% en noviembre. Esta última evolución está afectada, además, por la mayor aversión al riesgo determinada por el agravamiento de la crisis financiera internacional. Si bien no se cuenta con información para diciembre, a partir de información de prensa es posible inferir que las mismas han seguido aumentando. De hecho no puede descartarse que las tasas activas sigan incrementándose en los próximos meses dada la gradualidad que caracteriza su proceso de ajuste. Debe tenerse presente que cuando los ajustes son al alza, la normativa vigente en materia de tasas de usura incide en esa gradualidad.

Distinguiendo según el tamaño de empresa se observa que durante el segundo semestre de 2008 las tasas que más aumentaron fueron

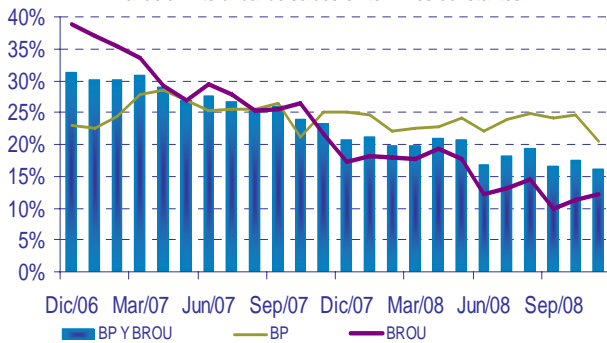
**CREDITO EN MONEDA NACIONAL-BROU y BP**

En pesos constantes - Var. Interm. de Tendencia-ciclo



**CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL**

Variación interanual de saldos en términos constantes



las cobradas a Grandes Empresas, que pasaron de 11,2% en junio a 19,8% en noviembre.<sup>33</sup> El financiamiento a PYMES y a Microempresas se encareció menos en el período, alcanzando la suba 439 p.b. y 326 p.b., respectivamente. Es así cómo en noviembre el costo promedio de financiamiento de las Grandes Empresas fue más alto que el del resto de las categorías. Este hecho es inusual: en general las empresas de mayor porte tienen mayor capacidad de negociación con los bancos y, por ende, disfrutaban de mejores condiciones de financiamiento. Es posible que esto obedezca a que estuvieran vigentes condiciones muy distintas en cada momento del mes, haciendo posible que en una parte se financiara exclusivamente a Grandes Empresas que ya tenían línea cobrando tasas altas y posteriormente, cuando las condiciones estuvieron algo más laxas, se prestó a todas las empresas a tasas algo más bajas.

El siguiente paso consiste en evaluar los efectos de las tasas activas sobre la evolución del crédito en moneda nacional. De los indicadores utilizados surge que el aumento de tasas estuvo acompañado de una desaceleración de los préstamos otorgados, lo que constituye un indicio de que este canal, aunque con rezagos, funciona de la manera esperada. Por un lado, el componente tendencia-ciclo (T-C) del stock de crédito en moneda nacional en términos reales a mediados de año aumentaba a una tasa superior al 1%; ese ritmo se desaceleró en los últimos meses hasta alcanzar 0,6% en noviembre. Por otro lado, las tasas interanuales de variación real del stock de crédito, que reflejan con rezago los cambios de tendencia, a mediados de año se ubicaban alrededor de 19% y en los últimos meses se situaron en el entorno de 16,5%.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> En este análisis se distinguió la evolución del costo de financiamiento para Microempresas, Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) y Grandes Empresas. La clasificación utilizada difiere de la que está difundiendo la SIIF ya que se entendió conveniente analizar conjuntamente las pequeñas y medianas empresas, las cuales no muestran diferencias sustanciales en sus comportamientos. Otra fuente de diferencia con la información de tasas de interés que se difunde actualmente refiere a las líneas consideradas: la SIIF difunde estas tasas para operaciones entre 30 días y un año lo que implica dejar fuera del análisis operaciones de relevancia para la actividad empresarial como son los sobregiros y préstamos a menos de 30 días, líneas que están siendo incluidas en la información utilizadas en el presente análisis.

<sup>34</sup> Fuentes de información: Dic01-Nov 2008 Balances Monetarios Consolidados del Sistema Bancario; Dic94-Nov2001 Boletín Estadístico del BCU. Las cifras obtenidas fueron corregidas activando los créditos castigados a partir de la base de datos de la SIIF, deduciendo los datos del BHU, y realizando ajustes por operaciones especiales, y por entrada y salida de instituciones, como el caso de FUCAC en 2008.

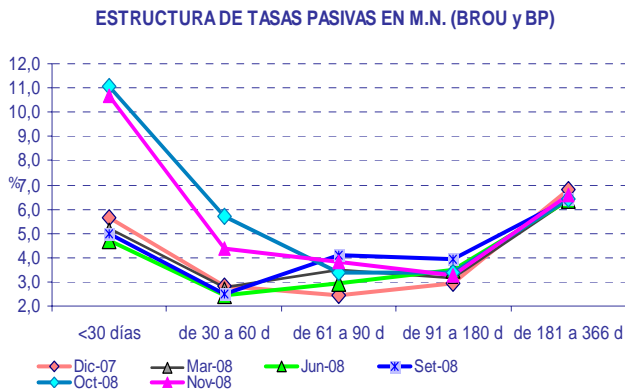
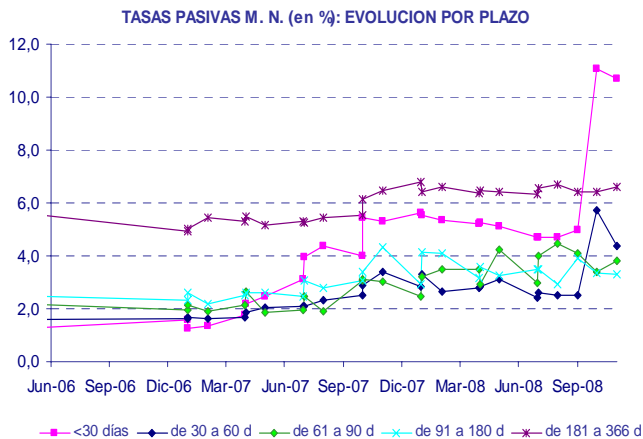
## INFORME DE POLITICA MONETARIA

La evolución de los flujos de crédito en moneda nacional efectivamente concedidos también muestra una pérdida de ritmo.<sup>35</sup> Considerados en términos de años móviles estos flujos registran un descenso real de 2% a junio, caída que se eleva a 4,3% en el año móvil terminado en setiembre y a 8% en noviembre.<sup>36</sup> En términos del PIB esta evolución implica que los montos prestados se redujeron de 6,9% de PIB en el año móvil finalizado en junio, a 6,8% en setiembre, y 6,5% en noviembre.<sup>37</sup> Esta caída es más notoria en el caso de las líneas a empresas.

### Canal del gasto intertemporal

El canal de gasto intertemporal es el que opera a través de las tasas de los activos en moneda nacional, incentivando el ahorro del sector privado no financiero en esa moneda, ya sea bajo la forma de depósitos bancarios u otros activos, como los títulos públicos. De esta forma se afecta el perfil intertemporal del gasto privado, incidiendo en la demanda agregada y en los precios.

Las tasas pasivas pagadas por los instrumentos más líquidos, hasta 60 días de plazo, se redujeron a partir de junio como consecuencia del aumento del costo de captación determinado por las modificaciones del régimen de encajes. Posteriormente evolucionaron en forma acorde con el aumento de las tasas interbancarias, de las LRM y las activas. En octubre, cuando los bancos debieron acomodar al nuevo contexto la remuneración que daban a sus agentes, estas tasas se corrigieron fuertemente al alza. A diferencia de las anteriores, en los plazos más largos no se constató una reacción significativa, posiblemente porque en un marco de incertidumbre y fuertes expectativas de depreciación de la moneda nacional era necesario aumentos de tasas que los bancos no estaban dispuestos a pagar.



<sup>35</sup> En el análisis de los flujos la fuente de información son los datos sobre montos de los capitales de las operaciones activas (préstamos) que divulga la SIIF conjuntamente con los datos de Tasas de Interés.

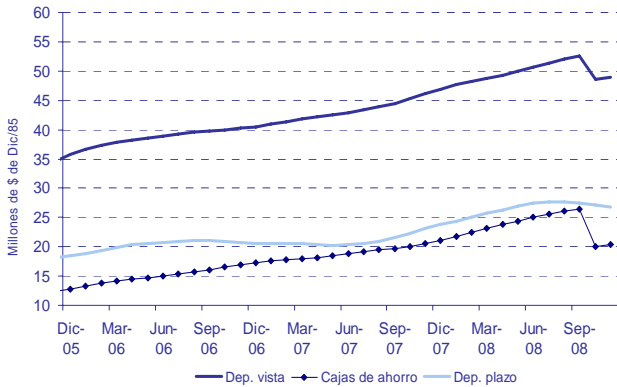
<sup>36</sup> Se están comparando los flujos de los últimos doce meses hasta el mes mencionado respecto a los flujos correspondientes a los doce meses previos. Esta medición tiene la limitación de que no toma en cuenta el plazo al que fueron otorgados estos créditos.

<sup>37</sup> Estas cifras de flujos de crédito, que en los doce meses cerrados en noviembre de 2008 totalizaron \$ 42.278 millones, no consideran los préstamos otorgados mediante tarjetas de crédito (que suman \$ 11.884 millones). Estos últimos representaron en torno a 1,8% del PIB en los últimos meses.

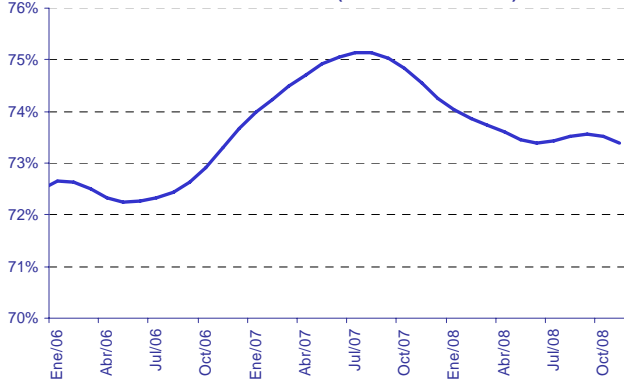


**DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL**

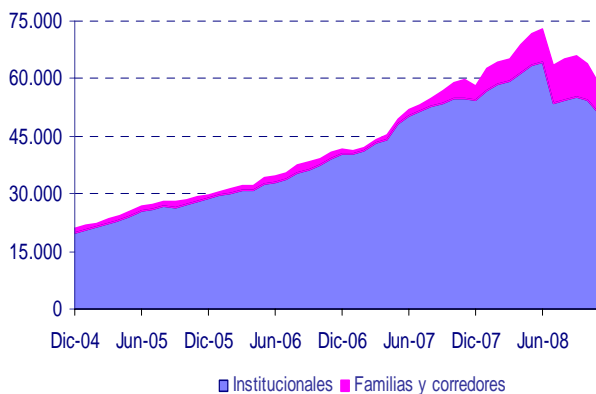
PROMEDIOS EN VALORES CONSTANTES-TENDENCIA-CICLO



**RELACION DEP. LÍQUIDOS/DEP. TOTALES EN MONEDA NACIONAL (SALDOS PROMEDIO)**



**TÍTULOS PÚBLICOS M.N.: TENENCIA SPNF RESIDENTE**



El eslabón siguiente de este mecanismo de transmisión vincula las tasas pasivas con el volumen de depósitos por parte del público y con su grado de liquidez. Los depósitos en moneda nacional mostraron gran dinamismo hasta agosto de 2008, se desaceleran en setiembre y presentan una brusca caída en octubre, en un marco de aumento de las expectativas de depreciación de la moneda. Esta evolución de octubre se observa en los depósitos más líquidos - cuentas a la vista y cajas de ahorro -, que venían siendo los más dinámicos. Los depósitos a plazo fijo, que desde mediados de año venían perdiendo ritmo, siguieron con su tendencia descendente sin presentar movimientos bruscos, posiblemente porque no pueden retirarse rápidamente.

Como consecuencia, el grado de liquidez de los depósitos, que a mediados de año había insinuado un aumento, volvió a reducirse, aunque este comportamiento no puede interpretarse como un indicio de postergación de gasto por parte de los agentes.<sup>38 39</sup>

Este canal de transmisión también opera a través de otros activos financieros en moneda nacional, como los títulos públicos. En el caso de estos últimos, el cambio de portafolio que realizaron los agentes en el marco de la crisis financiera internacional también se reflejó en una caída de su tenencia, la que, al cierre de noviembre, se ubica 1,6% (o 9,3% real) por debajo del nivel un año atrás.<sup>40 41</sup> Desde fines de 2007, el circulante de títulos en poder de agentes institucionales y familias se había incrementado cada vez a mayor ritmo, en particular por parte de las familias.<sup>42</sup> Este saldo alcanzó su nivel máximo en junio 2008 (\$ 72.908 millones). Posteriormente

<sup>38</sup> El grado de liquidez de los depósitos se mide a través del cociente entre el saldo promedio mensual de los depósitos líquidos y el de los totales, entendiéndose por líquidos a la suma de depósitos a la vista y cajas de ahorro.

<sup>39</sup> Los componentes tendencia-ciclo que aparecen en el gráfico fueron calculados con el filtro de Henderson que proporciona el programa X12 ARIMA.

<sup>40</sup> De acuerdo a cifras preliminares, la tenencia total de títulos emitidos por el Gobierno Central y el BCU por parte del sector privado no financiero residente ascendió a \$ 58.763 millones al cierre de noviembre 2008.

<sup>41</sup> La sectorización que se está aplicando es similar a la habitualmente aplicada en los depósitos en moneda nacional a fin de facilitar las comparaciones. Por tanto se incluyó como sector privado no financiero residente a las familias, las empresas (privadas y públicas), las compañías de seguros, las AFAPs, las Cajas Paraestatales, etc.

<sup>42</sup> Esta evolución se da en el marco de un proceso de desdolarización de la economía uruguaya propiciado por las autoridades económicas a la salida de la crisis financiera de 2002 a través de declaraciones y de la introducción de cambios en las modalidades operativas que habrían facilitado la inversión de las familias en este tipo de instrumentos, tales como los anuncios de calendarios semanales de colocación y la integración diferida un día en el caso de los títulos a mayores plazos.

comenzó a reducirse debido a la recompra de títulos que realizaron el GC en julio y el BCU en noviembre. Esta última, si bien erosionó el funcionamiento de los mecanismos de transmisión, buscó mitigar las presiones que en un contexto de gran incertidumbre se comenzaron a observar en el mercado de cambios y la abrupta caída que experimentó el precio de los títulos uruguayos.

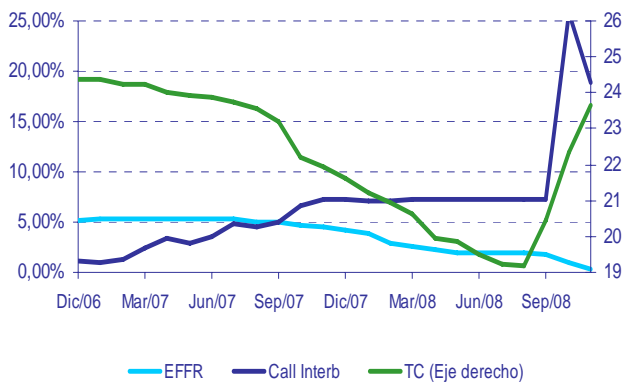
El debilitamiento del funcionamiento de este mecanismo de transmisión que se evidencia en la actual coyuntura no implica necesariamente que los agentes estén tomando decisiones de sus pautas de gastos que impliquen una mayor presión sobre la demanda agregada en el corto plazo. Por el contrario, seguramente en un contexto de incertidumbre, los agentes estén adoptando conductas más prudentes en materia de gasto y estén invirtiendo sus ahorros en activos financieros no denominados en moneda nacional.

**Canal del tipo de cambio**

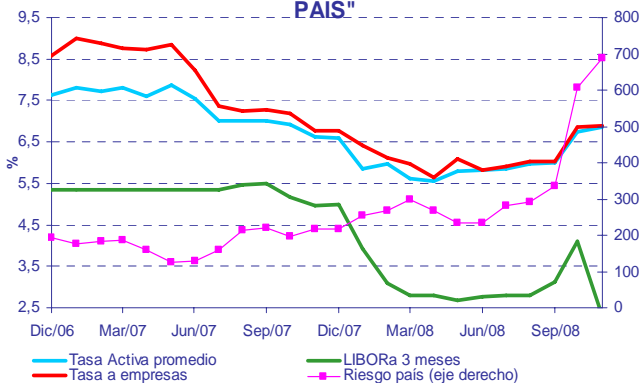
En economías altamente dolarizadas como la uruguay el canal de tipo de cambio resulta muy relevante. Así, es de esperar que, por ejemplo, movimientos al alza en las tasas de interés domésticas de corto plazo ceteris paribus afecten el diferencial de tasas a favor de los activos en moneda nacional, generando un cambio del portafolio por monedas de los agentes que presiona a la baja al tipo de cambio nominal (TCN) spot. De esta forma se incide directamente en el componente transable del IPC y, a través de los efectos de segunda vuelta, sobre el componente no transable y las expectativas de inflación. Por otra parte, al incidir en el corto plazo sobre el tipo de cambio real (TCR), afecta las exportaciones netas y por ende a la demanda agregada y los precios. Finalmente, puede afectar la evolución del crédito mediante el “ efecto hoja de balance” que opera a través de la prima de riesgo de los agentes endeudados en moneda extranjera. Este último será objeto de análisis en el presente capítulo.

Si se considera la evolución de las tasas interbancarias en Uruguay (tasa call) y en EE.UU. (Effective Fed Funds Rate, EFRF), se

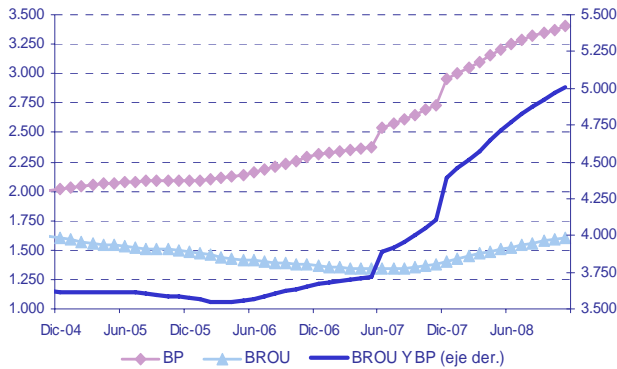
TASAS INTERBANCARIAS Y TIPO DE CAMBIO



TASAS ACTIVAS U\$, LIBOR y "RIESGO PAÍS"



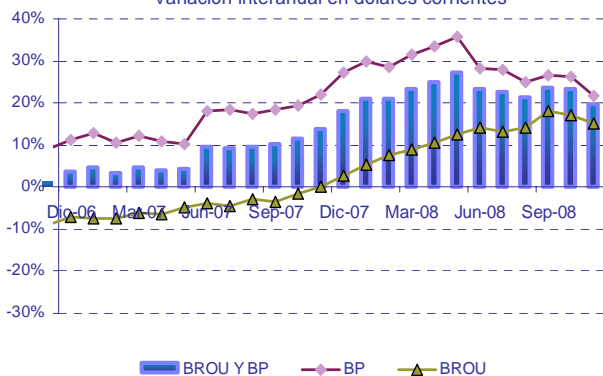
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN M.E.**  
En millones de dólares corrientes - Tendencia-Ciclo



observa que en los últimos meses se amplió notoriamente la brecha entre ambas; sin embargo, el TCN bilateral aumentó considerablemente. Ello obedece a que el TCN no está únicamente determinado por el diferencial de tasas de interés y en él inciden el resto de los fundamentos que explican el comportamiento del Tipo de Cambio Real (TCR). Es así cómo las mayores restricciones de liquidez que imperaron en los últimos meses, reflejadas en el aumento de las tasas en moneda nacional, no fueron suficientes para compensar las fuertes presiones alcistas sobre el tipo de cambio que, en el marco de la crisis financiera internacional, provenían del exterior. Por otra parte, debe subrayarse que en momentos de pánico financiero como el que se vivió durante buena parte del último trimestre de 2008 es dable esperar que la paridad de Fisher basada únicamente en cuestiones de rentabilidad no se cumpla plenamente.

Este significativo aumento del TCN tiene potencialmente un importante campo de acción a través del “ efecto hoja de balance” , vía su incidencia en la determinación de las tasas activas en moneda extranjera. En las tasas cobradas a empresas por préstamos en dólares inciden, entre otros factores, la evolución de las tasas internacionales, el riesgo país y la primas de riesgos asociadas a las firmas. Al estar la deuda mayormente nominada en dólares, la evolución reciente del TCN – spot y esperado- provoca un aumento de la relación deuda-capital propio de las empresas, lo que se traduciría en mayores primas de riesgo, un encarecimiento del crédito y un menor volumen otorgado de crédito en dólares.

**SALDOS DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA**  
Variación interanual en dólares corrientes

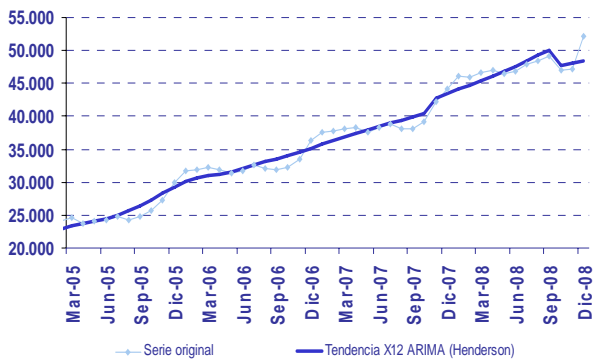


Las tasas activas en moneda extranjera, que aumentaron tras el aumento de los encajes en junio, mostraron poca reacción frente al aumento de riesgo país que se observó en el tercer trimestre de 2008. En este período el TCN se estaba reduciendo, por lo que podría haber operado el efecto hoja de balance. Posteriormente, tanto el riesgo país como el TCN, que aumentaron significativamente, habrían determinado mayores tasas activas en moneda extranjera, las que se incrementaron unos 90 p.b. entre setiembre y noviembre.<sup>43</sup>

<sup>43</sup> La información de prensa sobre tasas activas no muestra nuevos aumentos en diciembre.

Esa evolución habría provocado una desaceleración del crédito en moneda extranjera en dólares corrientes: según los últimos datos disponibles a noviembre, la T-C sigue aumentando aunque a un ritmo menor, y las tasas interanuales de crecimiento empezaron a descender. Asimismo, los datos de flujos de crédito en moneda extranjera confirman una importante pérdida de dinamismo en noviembre: en ese mes el monto de préstamos otorgados fue de US\$ 552 millones, lo que supuso un aumento interanual de sólo 5%, registro este que en los meses previos superaba el 50%. Igualmente, la comparación contra el nivel de octubre muestra una importante caída (de US\$ 263 millones), algo poco usual de acuerdo al comportamiento estacional del crédito en esa moneda.

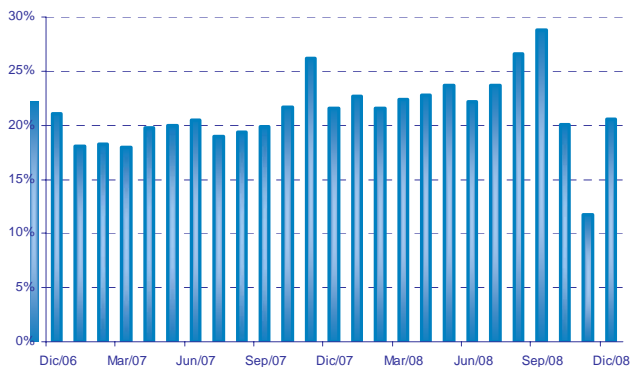
**AGREGADO MONETARIO M1**  
SALDOS PROMEDIO EN VALORES CORRIENTES



**AGREGADOS MONETARIOS**

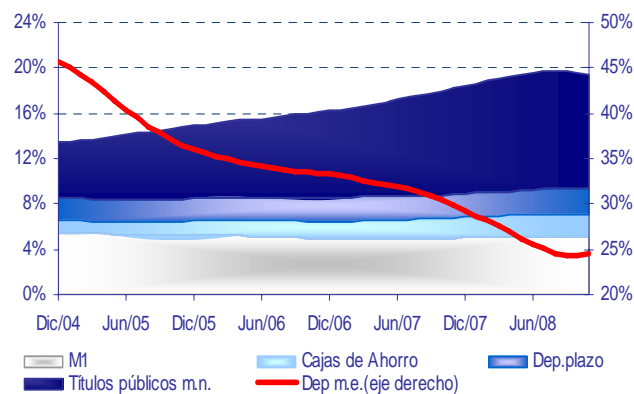
La relación que en el largo plazo existe entre dinero y precios determina que aún en regímenes monetarios que manejan tasas de interés como el vigente en Uruguay sea importante analizar la evolución de los agregados monetarios.

**AGREGADO M1 PROMEDIO**  
VAR. NOMINAL CONTRA IGUAL MES DEL AÑO PREVIO



El comportamiento reciente del M1 promedio indicaría que este agregado habría retomado su senda de crecimiento luego del “escalón” hacia abajo que se produjo en octubre, cuando el agravamiento de la crisis financiera internacional generó fuertes expectativas de depreciación de la moneda nacional, tal como se desprende de la evolución del componente tendencia-ciclo. Las tasas de variación interanuales reafirman esa conclusión: en diciembre la misma se habría ubicado en 20,6%, registro que, aunque inferior a los observados antes de octubre (28,8% a setiembre), implica un repunte respecto a noviembre, cuando en el marco de la incertidumbre que se había instalado en la economía uruguaya se produjo una huida de los activos en moneda nacional, incluido los medios de pago..

**AGREGADOS MONETARIOS/ PIB**



Al analizar los ratios que relacionan los distintos agregados y variables monetarias con el PIB, incluyendo la demanda por títulos del sector privado no bancario, se desprende que el contexto internacional adverso habría determinado una detención del proceso de remonetización que venía experimentando la economía

uruguaya con posterioridad a la crisis financiera de 2002<sup>44</sup>. Debe subrayarse sin embargo que tampoco se evidencia una reversión de dicho proceso.

## V. BALANCE DE RIESGOS

El riesgo más inminente de la política monetaria se encuentra en la cercanía del umbral del 10% para la tasa de inflación anual, en el que, de acuerdo a la ley, se vuelven a ajustar semestralmente todos los salarios y pasividades, reforzando la indexación de la economía, con lo que se introducen nuevos problemas a la ecuación fiscal por el pago de los aumentos resultantes y se hace más costosa la estabilización de la inflación.

A corto plazo, al nivel elevado de partida de la inflación anual se le agrega una demanda doméstica coyunturalmente fuerte, debido a que todavía los ingresos de las familias no incorporan el efecto de la crisis internacional. Contribuyen a esto la puesta en práctica de los consejos de salarios, cuyas cláusulas fueron pensadas en una época de fuerte expansión de la actividad, y un nivel de empleo que demuestra que el ciclo internacional no ha golpeado aún a la actividad doméstica.

La crisis financiera internacional seguirá generando volatilidad en los próximos meses en el entorno macroeconómico relevante para Uruguay, por lo que el diseño de política continuará valorando las alternativas de profundización o alivio en ese frente en forma permanente. La primera alternativa parece delinearse como un proceso de caída de precios de activos y saneamiento de las hojas de balance de los agentes sobreendeudados en los países desarrollados, que generaría dificultades para el crecimiento mundial en el mediano plazo. La segunda alternativa valoraría la posibilidad de éxito de las medidas implementadas y por implementar, para asegurar que el crecimiento mundial – que de

---

<sup>44</sup> La caída de Títulos Públicos observada en el margen responde al ya comentado proceso de recompra llevado adelante por el BCU en noviembre.

## **INFORME DE POLITICA MONETARIA**

todas formas no retornaría a las tasas previas a la crisis- retomara su senda de largo plazo ya en 2009.

Los precios del petróleo y los commodities alimenticios continuarán siendo un factor de volatilidad en el horizonte de proyección, aún cuando su signo sea indeterminado, pudiendo aumentar o caer fuertemente como se vio en el año 2008.

En el plano doméstico, la sequía puede afectar la provisión de alimentos, el costo y la disponibilidad de la energía y del agua potable, y las cuentas fiscales.

## Acrónimos utilizados

AFAP	Administradora de Fondos de Ahorro Previsional
ANCAP	Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland
ARIMA	<i>Autoregressive Integrated Moving Average</i> (promedio móvil integrado autorregresivo)
BCU	Banco Central del Uruguay
BCE	Banco Central Europeo
BM	Base monetaria
BP	Banca privada
BPC	Base de Prestaciones y Contribuciones
BPS	Banco de Previsión Social
BROU	Banco de la República Oriental del Uruguay
COFIS	Impuesto de Contribución al Financiamiento de la Seguridad Social
COPOM	Comité de Política Monetaria
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGI	Dirección General Impositiva
DPN	<i>Debt Protection Note</i> (Bono con Cobertura Cambiaria)
ECH	Encuesta Continua de Hogares
ECHA	Encuesta Continua de Hogares Ampliada
EP	Empresas públicas
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
GPC	Gasto Primario Corriente
IMESI	Impuesto Específico Interno
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumo
IPPN	Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales
IRIC	Impuesto a la Renta de Industria y Comercio
IVA	Impuesto al Valor Agregado
IVF	Índice de volumen físico
ISAC	Indicador mensual de la actividad de la construcción
LRM	Letras de Regulación Monetaria
M1	Cantidad de dinero; suma de circulante en poder del público, depósitos a la vista en moneda nacional del público en el sistema bancario y depósitos a la vista y overnight en moneda nacional de instituciones no bancarias en el BCU
MAPL	Mecanismo Adicional para la Provisión de Liquidez
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

PANES	Plan Nacional de Emergencia Social
PIB	Producto interno bruto
SIIF	Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera
SMN	Salario Mínimo Nacional
SPG	Sector público global
SPNF	Sector Público no Financiero
TGA	Tasa Global Arancelaria
UI	Unidad Indexada
UTE	Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas