



Informe de Política Monetaria

Marzo 2009



Informe de Política Monetaria – Marzo 2009

Contenido

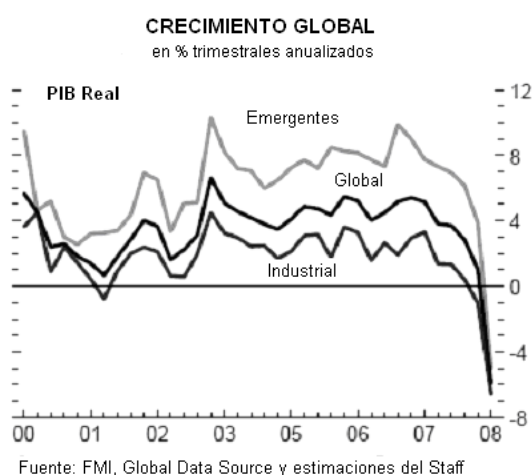
1. El contexto macroeconómico
 - 1.1 La situación internacional y regional
 - 1.2 La economía uruguaya
 - 1.2.1 Nivel de actividad y empleo
 - 1.2.2 Sector externo
 - 1.2.3 Finanzas públicas
2. Agregados monetarios y mercados financieros
 - 2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés
 - 2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios
 - 2.3 El balance monetario del Banco Central
3. Evolución de los precios
 - 3.1 Análisis de la inflación
 - 3.2 Precios relativos
 - 3.3 Expectativas de mercado
4. Balance de riesgos y la instancia de política monetaria
 - 4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias.
 - 4.2 El escenario internacional y su impacto interno
 - 4.3 Escenario interno
 - 4.4 La instancia de política monetaria

1. El contexto macroeconómico

1.1 La situación internacional y regional

El contexto internacional continuó signado por el desarrollo de la crisis internacional. Si bien en el primer trimestre del año parecen haberse atenuado las tensiones en los mercados financieros, continuaron operando restricciones de financiamiento global. Los gobiernos de los principales países desarrollados se mostraron muy activos ante el desarrollo de la crisis y tomaron sucesivas medidas coordinadas de política, con el fin de restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero. En ese sentido, se puso de manifiesto el compromiso de los gobiernos de proveer liquidez y garantizar los depósitos, así como recapitalizar a los bancos con fondos públicos, cuando fuera necesario. Existe el compromiso de evitar un episodio similar al de la quiebra de Lehman Brothers, que agudizó la crisis financiera.

En los primeros meses del año comenzaron a visualizarse con mayor claridad los efectos de la crisis sobre la economía real. De acuerdo a las estimaciones más recientes del FMI¹, el producto mundial se contrajo 5% en el cuarto trimestre de 2008 (en términos anualizados). Ello fue el resultado, principalmente, de la fuerte contracción de las economías desarrolladas y en menor medida, de algunas economías emergentes.

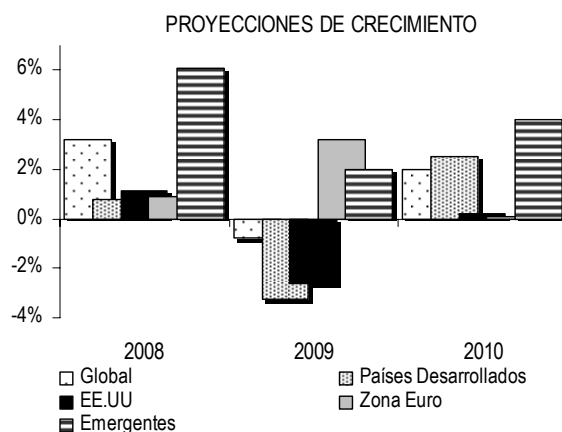


¹ Global Economic Policies and Prospects, Group of Twenty, FMI, Marzo 2009.

Conforme a la información disponible del primer trimestre del año, los indicadores líderes apuntan a que la caída del nivel de actividad en los países desarrollados habría seguido agudizándose, lo que se reflejó en mayores índices de desempleo. La producción industrial continuó cayendo, pese a que algunos indicadores muestran que el consumo habría mostrado cierta resistencia a la baja en los primeros meses del año, lo que determinó una reducción de los inventarios de las empresas.

Las economías emergentes, por su parte, han sentido el impacto de la crisis internacional. Así en algunos países se redujo el nivel de actividad, al tiempo que en otros se ha desacelerado en forma marcada la tasa de crecimiento del PIB. Ello fue el resultado del debilitamiento de la demanda mundial, del endurecimiento de las condiciones financieras y de la pronunciada reducción de los precios de los *commodities*.

Con este telón de fondo, las proyecciones de crecimiento del nivel de actividad global fueron revisadas a la baja, como ha acontecido en forma sistemática desde la agudización de la crisis en septiembre del año pasado. De acuerdo a las últimas estimaciones del FMI, el PIB mundial se reduciría en el promedio de 2009 por primera vez en los últimos sesenta años (entre 0,5% y 1%), al tiempo que se recuperaría levemente en 2010 (entre 1,5% y 2,5%).



De acuerdo al reporte del Fondo, el empeoramiento previsto del nivel de actividad global deriva de la persistencia de las dificultades en el sistema financiero, del tenor de los últimos indicadores divulgados, de la agudización de los problemas de

confianza de los agentes y del efecto limitado de las medidas de política tendientes a restaurar la salud del sistema financiero.

Las economías desarrolladas sufrirían en 2009 la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial, la que se extendería hasta mediados de 2010. La economía de Estados Unidos se reduciría 2,6% en 2009. Aún asumiendo que las condiciones del mercado financiero mejoraran en la segunda mitad de 2009 y de la implementación de políticas para sostener la demanda, se espera que la economía norteamericana retome la senda de crecimiento recién en el tercer trimestre de 2010. Por su parte, se estima que el PIB de los países de la Zona Euro se contraería 3,2% en 2009. Estas economías se verían afectadas en mayor medida por la reducción de la demanda externa, al tiempo que tendrían menor espacio que los Estados Unidos para llevar adelante políticas de estímulo a la demanda. Japón, mientras tanto, experimentaría una mayor reducción del nivel de actividad (5,8%), debido al efecto de la reducción de las exportaciones, lo que afectaría los niveles de inversión y consumo.

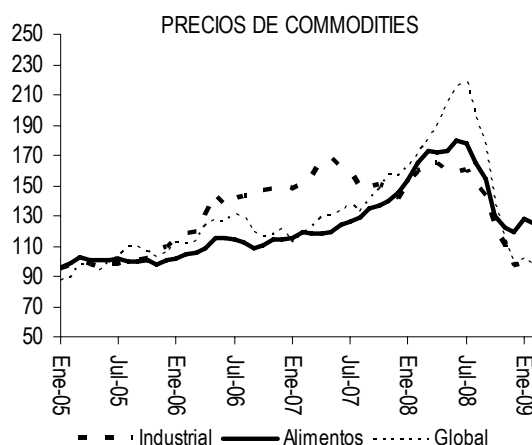
La actividad de los países emergentes, en tanto, se espera que se expanda tan solo levemente en 2009 (entre 1,5% y 2,5%). Los países más afectados serían los del centro y el este de Europa. Respecto a la economía china, se espera que, si bien desacelere su crecimiento respecto a los años previos, continúe creciendo al influjo de políticas de estímulo a la demanda interna.

El comercio mundial se redujo en el último trimestre de 2008, debido principalmente a la disminución de las importaciones de las economías desarrolladas. La contraparte de ello fue una reducción bastante generalizada de las exportaciones de los países emergentes (de 51 economías que reportaron datos al Banco Mundial referidos al cuarto trimestre de 2008, 36 mostraron una caída de dos dígitos en las exportaciones respecto al año anterior). Esta reducción en los flujos de comercio se originó, tanto por el debilitamiento de la demanda global, como por restricciones al financiamiento de las operaciones de comercio exterior.

En 2009 se espera una reducción del volumen comercializado a nivel mundial por primera vez desde 1982, y representaría la mayor retracción desde la crisis de 1929. De acuerdo a las proyecciones del FMI, las importaciones de los países desarrollados se

reducirán 3,1% en términos reales. Por su parte, se espera una disminución de las exportaciones de los países emergentes cercana al 1%.

Los precios de los *commodities*, luego de experimentar una reducción sustancial en la segunda mitad del año, parecen haberse estabilizado en los primeros meses de 2009. En efecto, el índice global de precios de *commodities* que calcula el FMI permaneció en febrero en los mismos niveles respecto de fin de año. Asimismo, los precios de los alimentos experimentaron cierta recuperación. Por su parte, el petróleo ha iniciado una tendencia alcista durante el mes de marzo, experimentando un incremento cercano al 30% en el acumulado del año.



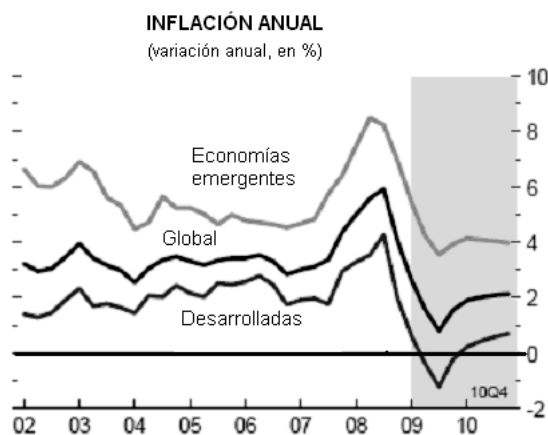
Fuente: FMI

En este escenario de elevada volatilidad del contexto internacional, es prematuro determinar si los precios de los *commodities* han encontrado un piso, si vuelven a aumentar o si por el contrario, pueden seguir reduciéndose en el futuro. Diversos analistas prevén que dada la debilidad de la demanda mundial, estos precios seguirían disminuyendo. Otros argumentan, en cambio, que podrían tender a subir en un escenario en el que la moneda norteamericana se debilite (en particular frente al euro) y que la economía china, aunque a menores tasas, continúa creciendo. También hay quienes señalan factores estructurales, que más allá de esta coyuntura adversa, presionan al alza de los precios de los alimentos en el mediano y largo plazo (producción de bioenergéticos). Cabe señalar que los mercados de futuros reflejan un incremento cercano al 20% en los precios del petróleo, maíz y trigo.

En materia de inflación, la brusca reducción del precio de los bienes energéticos y de los alimentos en el

segundo semestre de 2008, determinó la reducción de la tasa de inflación *headline* en las principales economías del mundo desarrollado en el último tramo del año pasado. Sin embargo, en los primeros meses de 2009, los precios al consumo han vuelto a crecer (en Estados Unidos 0,3% en enero y 0,4% en febrero y en la Zona Euro 0,3% en febrero).

En el caso de las economías emergentes, la evolución de la tasa de inflación no ha experimentado una reducción tan generalizada. Por un lado, eso se debe al impacto de la variación del precio del petróleo y los alimentos. En los países en que el año pasado se aplicaron restricciones al traspaso a la economía doméstica del incremento de los precios internacionales y además estos rubros ponderan más en la canasta del IPC, existe menor espacio para una rápida reducción de la inflación. Por otro lado, las expectativas de inflación tampoco han mostrado una reducción tan significativa, en la medida que el panorama de crecimiento del nivel de actividad es más auspicioso que en el caso de las economías desarrolladas y debido a la significativa depreciación que han experimentado las monedas domésticas respecto del dólar.



Fuente: Global Economic Policies and Prospects, Group of Twenty, FMI, Marzo 2009

De todas formas, pese a la relativa estabilización de los precios de los *commodities*, algunos analistas han alertado sobre el riesgo de la deflación en las economías desarrolladas. Argumentan que la rápida reducción del uso de la capacidad instalada junto al aumento de la tasa de desempleo constituye una presión a la baja sobre los precios y salarios.

En el marco actual, de contracción de la actividad económica, la deflación aparece como una amenaza que los bancos centrales quieren alejar, toda vez que

retroalimentaría la recesión, pudiéndose entrar en un círculo vicioso del que sería difícil salir.

Frente a este escenario tan complejo, las respuestas de política económica no se hicieron esperar. Así, se tomaron medidas de política monetaria y fiscales tendientes a tratar de reactivar la economía. La instancia de política monetaria ha sido en general expansiva. Por un lado, se redujeron las tasas de interés (un caso paradigmático es el caso de la Reserva Federal, que redujo la tasa de referencia prácticamente a cero). En algunos casos, la flexibilización de la política monetaria se complementó con una flexibilización cuantitativa por parte de los bancos centrales (*quantitative easing*). Mediante compras de títulos en el mercado, se expandió la base monetaria (expansión de la hoja de balance) y se facilitó el acceso al crédito al sector no financiero, supliendo las restricciones para el otorgamiento de crédito por parte de la banca comercial.

Los flujos de capitales a países emergentes, luego de una fuerte retracción determinada por los problemas de liquidez en los países más desarrollados y por una preferencia por los títulos americanos (fuga hacia la calidad y hacia la liquidez), parece haber mejorado en la primer parte del año. La crisis financiera generó un proceso de cambio 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, lo que contribuyó al aumento del riesgo soberano de países emergentes. Desde fines de año se observó un comportamiento más favorable del mercado financiero internacional, que muestra primas de riesgo más elevadas a las registradas antes de septiembre, pero que han bajado sustancialmente en comparación con el punto más crítico de la crisis.

En este ambiente de mayor aversión al riesgo y de flujos de capital más escasos, las monedas de los países emergentes han mostrado una elevada volatilidad. En el primer trimestre del año no se ha manifestado la tendencia tan marcada a la depreciación respecto al dólar, como ocurriera en el último tramo de 2008.

En Brasil, el nivel de actividad tuvo un fuerte retroceso en el cuarto trimestre del año. El PIB se redujo 3,6% - en términos desestacionalizados- respecto al trimestre anterior, lo que determina un arrastre estadístico negativo (1,5%) para el año 2009. Desde el punto de vista de la demanda, la contracción de las exportaciones y de la inversión explicó dicho

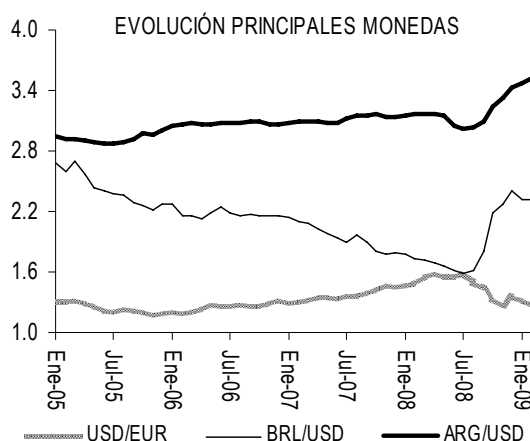
resultado. A su vez ello debe asociarse a la reducción de los precios de los *commodities* y de la demanda mundial, por un lado, junto con la menor disponibilidad de líneas externas de crédito y de flujos de capital, por otro. Los datos de la encuesta mensual industrial correspondientes al mes de enero indican que el IVF se redujo 17% respecto a igual mes del año anterior. El desempleo (ajustado por estacionalidad), por su parte, se ubicó en 8,6% en enero de 2009, 1,2% más alto que el correspondiente al mes de agosto de 2008.

Las proyecciones del crecimiento del PIB en Brasil se redujeron. De acuerdo a la encuesta que releva el Banco Central de Brasil (BCB), el crecimiento esperado para 2009 es nulo. Asimismo, otras consultoras privadas prevén una reducción del PIB (JPMorgan -1,9%, Goldman Sachs -1%).

La inflación anual en tanto, se mantuvo relativamente estable en los primeros meses de 2009, en el entorno de 6%. Las diversas medidas de inflación subyacente que calcula el BCB se ubican entre 4,9% y 6,1% en los últimos doce meses finalizados en febrero de 2008. Por su parte, el índice de difusión del IPCA se redujo en febrero.

El COPOM decidió el 11 de marzo una reducción de 150 pbs en la tasa SELIC, llevándola a 11,25%. Ello se basó en que las proyecciones de inflación para 2009 y 2010 se ubican por debajo de la meta (4,5%), en que las expectativas de inflación de los agentes se han reducido y en una mayor preocupación por el nivel de actividad económica, ante un escenario de debilidad de la demanda interna y en un contexto externo desfavorable. En última instancia, en el balance de riesgos, el BCB consideró que la menor demanda interna conllevará presiones deflacionarias que mejorarán las perspectivas inflacionarias. Dichas fuerzas serán superiores que los riesgos a la suba de la inflación, los que se derivan del traspaso a precios de una eventual variación del tipo de cambio y de la inercia de los precios administrados.

La cotización del dólar se mantuvo en los dos primeros meses del año en un entorno de 2,32 Reales, luego de la significativa depreciación que experimentó la moneda brasileña en el segundo semestre del año. A de fin de año, el Dólar cerró a 2,40 Reales.



En Argentina, el PIB experimentó un leve retroceso en el cuarto trimestre del año, en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior, (0,3%), de acuerdo a las estimaciones del INDEC. Tanto la reducción de la inversión fija como las exportaciones contribuyeron a la disminución del nivel de actividad. Algunos indicadores sugieren que la actividad económica podría volver a contraerse en el primer trimestre del año. Por un lado, la producción industrial experimentó una caída interanual de 4,4% en el mes de enero (por primera vez en siete años). Por otro lado, los volúmenes exportados se habrían reducido alrededor de 20% en el primer bimestre de acuerdo a estimaciones de la consultora Broda. Algunos indicadores indirectos apuntan también a una reducción de la inversión, como por ejemplo las importaciones de bienes de capital. Asimismo, el consumo privado se habría reducido, de acuerdo a la evolución de la recaudación real de IVA, importaciones de bienes de consumo, ventas en centros comerciales, etc.

La mayoría de las proyecciones del nivel de actividad apuntan a una reducción del PIB en 2009. Si bien la encuesta de analistas que releva el BCRA muestran un leve crecimiento (1,4%), diversas consultoras nacionales e internacionales estiman una disminución del producto (Broda entre -3% y -4%, JPMorgan -3%, Goldman Sachs -1,2%).

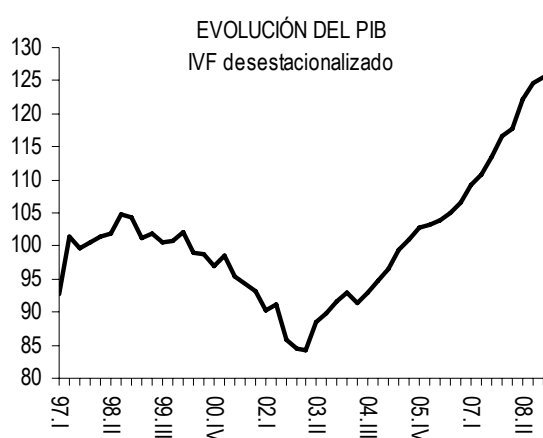
La moneda argentina continuó debilitándose a lo largo de 2009. En el promedio del mes de febrero, el Dólar cotizaba a 3,51 pesos y la tendencia prevista por los analistas es que este proceso continúe (la mediana de expectativas de la encuesta del BCRA indica que el tipo de cambio se ubicaría en el entorno de 4 pesos a fines de 2009).

1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

Durante 2008 el PIB de la economía uruguaya creció 8,9% en relación a 2007. De esta forma se mantuvo el importante dinamismo de la actividad de los últimos años, completando cinco años consecutivos de crecimiento a tasas muy por encima del promedio histórico.

En el cuarto trimestre de 2008 el IVF se incrementó 0,8% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior, mostrando una desaceleración con respecto a las tasas de crecimiento observadas en los trimestres anteriores. Ello puede asociarse a la agudización de la crisis internacional a partir de septiembre de 2008 y en menor medida al impacto de la sequía que afectó al país durante una parte del año. Esto se ha reflejado en caídas desestacionalizadas de la producción de algunos sectores de actividad como el agro, las industrias manufactureras y el comercio.

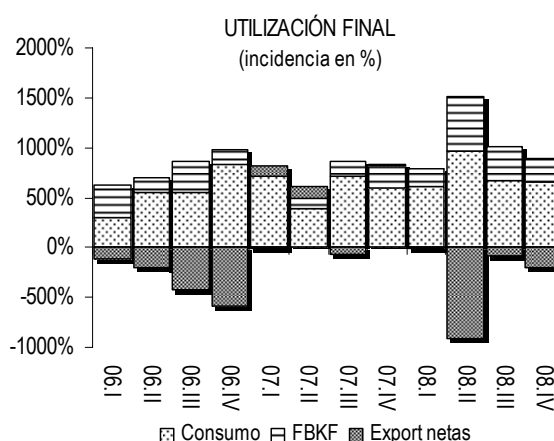


El incremento de la remuneración neta de factores al exterior, junto con el deterioro en los términos de intercambio y las menores transferencias netas del exterior, determinaron que el ingreso nacional disponible se expandiera a una tasa inferior al PIB. Por otra parte, en la medida en que el gasto en consumo creció por encima del ingreso, el Ahorro Bruto Nacional fue insuficiente para financiar la inversión bruta, lo cual implicó utilización de financiamiento externo.

Oferta y utilización finales

La oferta final total en el cuarto trimestre se expandió, tanto por el incremento de la producción doméstica, como por el aumento del volumen físico de las importaciones. Se destacó el dinamismo de las compras al exterior de bienes de capital, que compensó ampliamente la desaceleración de las de bienes de consumo y la contracción de las de bienes intermedios (excluido el petróleo y la energía eléctrica).

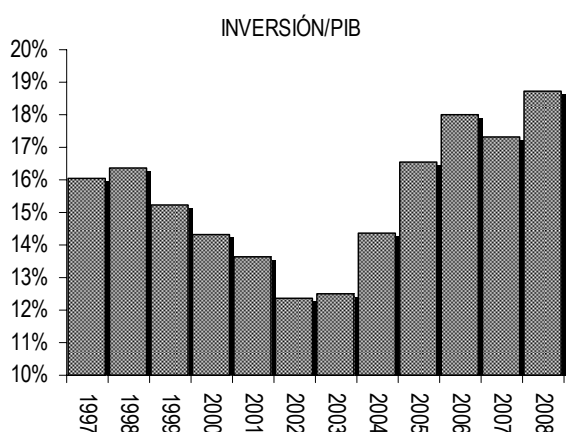
Desde el punto de vista del gasto, durante el último trimestre de 2008 la economía creció a impulso del consumo y de la inversión. Ello marca una diferencia respecto de los trimestres anteriores cuando la expansión económica se apoyaba tanto en el dinamismo de la demanda externa como en la demanda interna.



El componente más dinámico del gasto en el último tramo del año continuó siendo la inversión. En particular, la formación bruta de capital fijo volvió a mostrar una alta tasa de crecimiento (12,5% interanual). Ello se debió al dinamismo de la inversión, tanto pública como privada, sobre todo en maquinaria y equipos. Al cabo del año, este componente del gasto se expandió 18,1% en términos reales, lo que permitió un incremento de la tasa de inversión de 1,4% respecto al año anterior. Dicho ratio se ubicó en 18,7% en 2008, resultando el nivel más alto de la serie estimado de acuerdo con el nuevo sistema integral de medición de las Cuentas Nacionales.

El incremento del gasto en consumo final, por su parte, se debió al comportamiento tanto del sector privado como del sector público. El consumo del

sector privado se expandió en el cuarto trimestre a una tasa similar a la del PIB (7,5% interanual), debido a que continuaron verificándose las condiciones que favorecieron el crecimiento del gasto privado en bienes de consumo a lo largo del año (tasas de empleo en máximos históricos, aumentos en términos reales del salario y de los ingresos de los hogares). Ello habría posibilitado que en el cuarto trimestre el sector privado no necesitara realizar un ajuste significativo del gasto en consumo, aún en un contexto de agudización de la crisis internacional.



El consumo del sector público se expandió en el cuarto trimestre a una tasa superior a la de los trimestres previos (13,1% interanual). Ello obedeció a las mayores transferencias del gobierno al Fondo Nacional de Salud, así como a un aumento de la masa salarial en términos reales.

Las exportaciones sufrieron una fuerte desaceleración en el último trimestre del año (3,3% interanual), debido al debilitamiento de la demanda externa y al cierre de algunos mercados que acusaron las restricciones de financiamiento derivadas de la crisis financiera global. Los productos que experimentaron el peor comportamiento fueron los lácteos, molinería, textiles y cuero así como los de las ramas metálicas básicas. Por su parte, las exportaciones de servicios también mostraron una desaceleración, debido a la reducción de las ventas de fletes y otros servicios, mientras que, por el contrario, las exportaciones de servicios turísticos se expandieron significativamente.

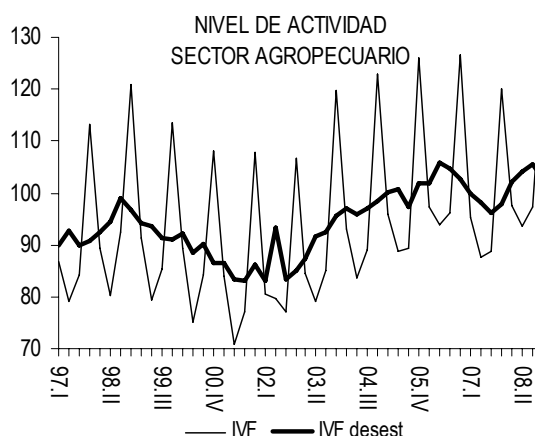
Sectores productivos

El crecimiento de la producción de bienes y servicios en el acumulado del año fue prácticamente generalizado a nivel de todos los sectores de

actividad, salvo el de Electricidad, Gas y Agua. La expansión del PIB fue liderada por la Industria Manufacturera, Transporte y Comunicaciones y por la actividad de Comercio, Restaurantes y Hoteles.

En el último trimestre del año, se constató una inflexión en el comportamiento de la mayoría de los sectores productivos. En efecto, el nivel de actividad de todos los sectores, a excepción de Transporte, almacenamiento y comunicaciones y el agregado Otras Actividades, se redujo en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior.

El sector Agropecuario creció 5,8% en el acumulado del año, debido al buen comportamiento del sector pecuario y en menor medida, del sector agrícola. El dinamismo del sector pecuario se debió al aumento de la producción de leche, en un marco de precios internacionales sin precedentes que rigió en la primera mitad del año y por el aumento de la productividad inducida por los complementos alimenticios utilizados a partir de mayo, ante un primer episodio de sequía. En la misma dirección operó el aumento de la cría de ganado. En lo que refiere al aumento de la actividad agrícola, ésta se explicó por el aumento de la producción de trigo y soja. El efecto de la sequía en el cuarto trimestre resultó acotado, afectando solamente a la producción lechera en los dos últimos meses del año y a los cultivos de arroz (menor siembra). El IVF agropecuario verificó una caída de 3,1% en términos desestacionalizados con respecto al trimestre anterior.



La Industria Manufacturera cerró el año con un crecimiento significativo (17,3%). Dicho comportamiento resultó influido, en parte, por la existencia de algunos elementos atípicos: el comienzo de la producción de la planta de celulosa a fines de

2007 y el cierre de la refinería de ANCAP a mediados de ese año. Sin considerar estos efectos la industria mostró un crecimiento bastante inferior. En el cuarto trimestre, algunas ramas acusaron los efectos de la crisis internacional a través de la reducción de la demanda externa (industria automotriz, láctea, frigoríficos), lo que provocó la disminución del volumen físico de la industria global en términos desestacionalizados de 3,9% con respecto al tercer trimestre.

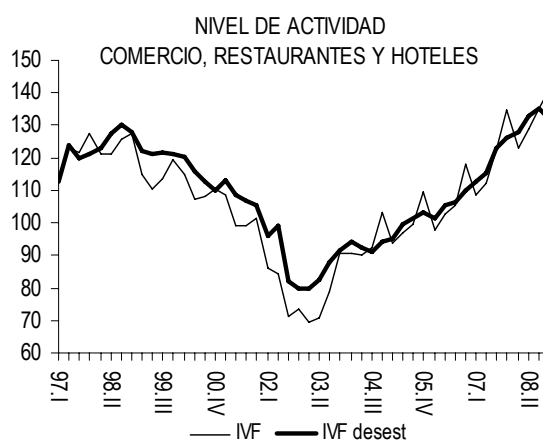


Como ya se comentó, la actividad de Electricidad, Gas y Agua mostró caídas significativas en el transcurso del año por los efectos de la sequía, que impactaron negativamente en el valor agregado debido a que debió acudir a una mayor generación de energía termoeléctrica. De esta forma, al cierre de 2008 la producción de este sector experimentó una caída de 38,4% con respecto al año anterior.

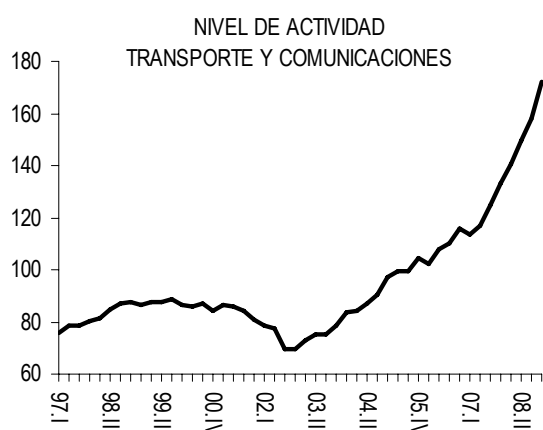
La actividad del sector Construcción se incrementó 9,0%, lo que se explicó básicamente por el dinamismo de las obras públicas, que compensó el enlentecimiento de la construcción privada. Esto, a su vez, se explicó en gran medida por la finalización de grandes obras como la planta de celulosa en el departamento de Río Negro durante 2007. Respecto al trimestre anterior, la producción permaneció estancada en términos desestacionalizados (-0,3%).

El sector de Comercio, Restaurantes y Hoteles se expandió 10,5% en 2008. Por su parte, en el último trimestre del año se verificó una caída, sobre todo en la actividad vinculada al comercio de bienes importados. Esto es resultado del comportamiento del comercio de bienes de consumo y -especialmente - de bienes intermedios, en un marco de caída de la actividad industrial. En términos desestacionalizados

este sector registró una caída de 2,1% durante el último trimestre del año.



El sector Transporte y Comunicaciones continuó liderando el crecimiento de la actividad global en el año 2008 (27,1%). Ello se debió, principalmente al aumento de las Comunicaciones, lo que a su vez se vincula al exponencial incremento que viene experimentando la telefonía celular. En el cuarto trimestre esta actividad mantuvo su fuerte dinamismo, logrando compensar la desaceleración que comenzó a registrar el sector Transporte, como consecuencia principalmente del enlentecimiento en el ritmo de producción del sector agropecuario y la industria manufacturera durante los últimos meses del año. En consecuencia, este agregado se expandió 2,9% en términos desestacionalizados respecto al tercer trimestre del año.



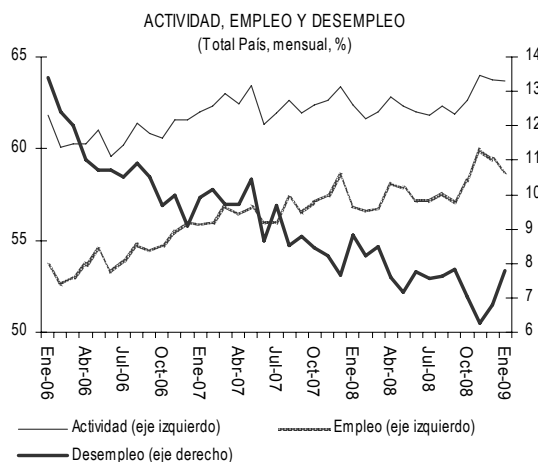
Finalmente, el agregado Otras Actividades acumuló un crecimiento de 5,0% en el año, destacándose las actividades de servicios de intermediación financiera, salud y enseñanza. En el último trimestre, la actividad

inmobiliaria también cobró impulso al influjo del comienzo más temprano de la temporada turística.

La tasa de desempleo de enero de 2009 para el total de país se ubicó en 7,8%, mostrando una reducción respecto a igual mes del año anterior (-1,03 puntos porcentuales). Este resultado puede explicarse fundamentalmente por factores de demanda, dado que el incremento en la tasa de empleo superó al crecimiento de la tasa de actividad.

El crecimiento del empleo a lo largo del año culminado en enero de 2009 fue generalizado. Si se ordenan las distintas actividades según su incidencia en este crecimiento, comenzando por el sector que más contribuyó al mismo, se obtiene el siguiente ordenamiento: Administración Pública y Defensa, Planes de Seguridad Social de Afiliación Obligatoria, Hogares Privados con Servicio Doméstico, Comercio al Por Mayor y al Por Menor, Reparación de Vehículos y Hoteles y Restoranes.

Sin embargo, también se observó un incremento del desempleo en relación al dato de diciembre de 2008 (6,8%). Este resultado se explica por una caída en la tasa de empleo ya que la tasa de actividad no registró cambios sustanciales.



Fuente: INE

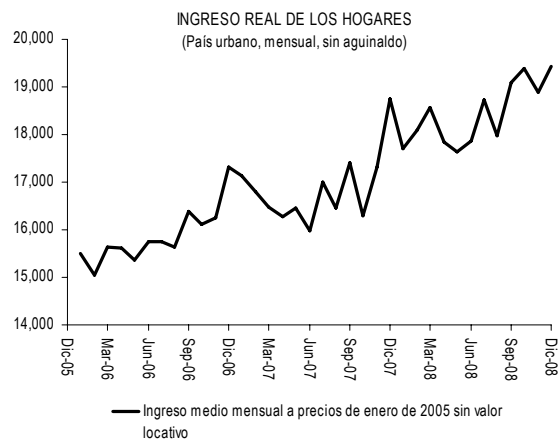
Los sectores que más incidieron en la caída del empleo fueron: Intermediación Financiera, Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler, Industrias Manufactureras, Suministro de Electricidad, Gas y Agua, Servicios Sociales y de Salud. En este ordenamiento, es mencionado antes el sector que perdió más trabajadores.

Por otra parte, las solicitudes de subsidio por desempleo otorgadas en diciembre de 2008, según datos del BPS, fueron 7.536 para el total del país

(2.678 en Montevideo y 4.858 en el Interior). Este resultado muestra un incremento de 39% respecto a diciembre de 2007 (5412 solicitudes para el total del país).

Según las fuentes de ingreso para el país urbano (localidades de 5.000 o más habitantes), el ingreso promedio de los trabajadores por cuenta propia (a valores constantes de enero de 2005) creció 1,9% a diciembre de 2008 en términos interanuales. Por su parte, los ingresos salariales sin aguinaldo aumentaron 4% mientras que las pasividades acumularon un crecimiento de 10,7% en igual período.

Asimismo, el ingreso real de los hogares sin aguinaldo para el país urbano aumentó 3,6% en diciembre de 2008 en relación al mismo mes de 2007.



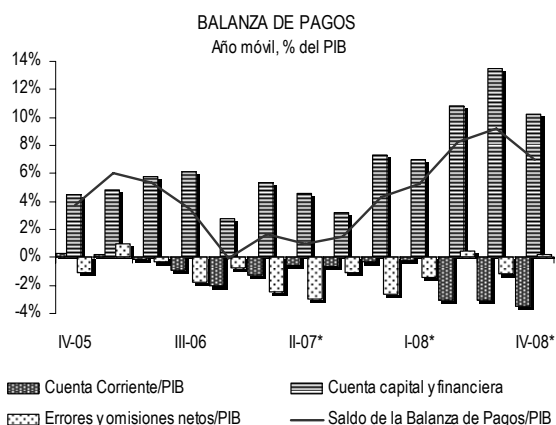
Fuente: INE

Finalmente, cabe mencionar que el índice medio de salario real aumentó 5,4% en enero y 4,4% a lo largo de 2008. Los salarios y compensaciones reales del sector privado aumentaron 3,7% y 5,2% respectivamente en los períodos considerados, mientras que en el sector público aumentaron 8,2% en enero de 2009 y acumularon un crecimiento de 3,2% en 2008.

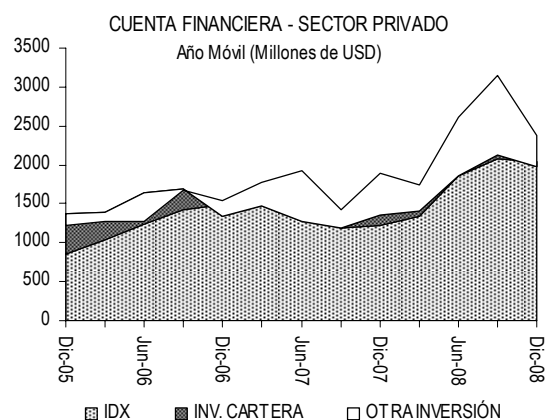
1.2.2 Sector Externo

Las tendencias experimentadas por el sector externo uruguayo sufrieron un quiebre a partir de septiembre de 2008, a raíz de la profundización de la crisis financiera internacional. Los movimientos financieros con el Resto del Mundo verificaron una fuerte desaceleración en el ingreso de capitales y como consecuencia, una inflexión en la ganancia de activos de reserva que se venía registrando. La cuenta

corriente, en cambio, mantuvo hasta fin de 2008 el déficit que registraba a septiembre –del entorno del 3.4% del PIB sobre la base de año móvil- y conforme a indicadores de avance, habría reaccionado con rezago a este cambio en las condiciones de financiamiento.



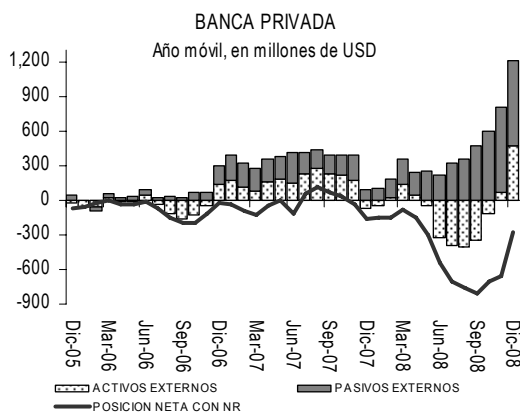
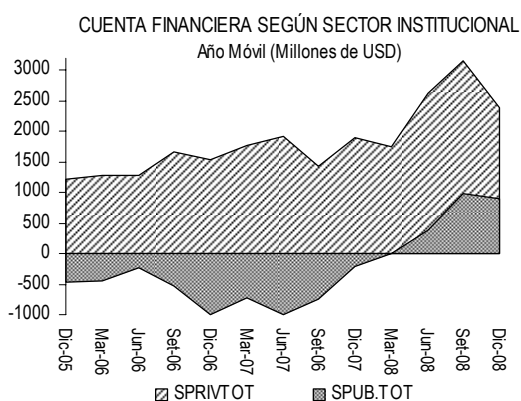
disminuidos en el cuarto trimestre- aportaron fondos por una cifra estimada en más de USD 2.000 millones en el conjunto de 2008.



El sistema financiero privado venía registrando un considerable ingreso neto de fondos durante los dos trimestres previos al recrudecimiento de la crisis, vinculado básicamente al incremento de las exigencias de encaje legal.

La Cuenta Capital y Financiera

A partir de septiembre de 2008 se atemperó el flujo de capitales recibidos por el país, primordialmente los destinados al sector privado. Si bien el ingreso de fondos financieros cerró el año en un nivel históricamente elevado (alcanzado una cifra cercana a los USD 3.300 millones), el cuarto trimestre registró solamente USD 75 millones.

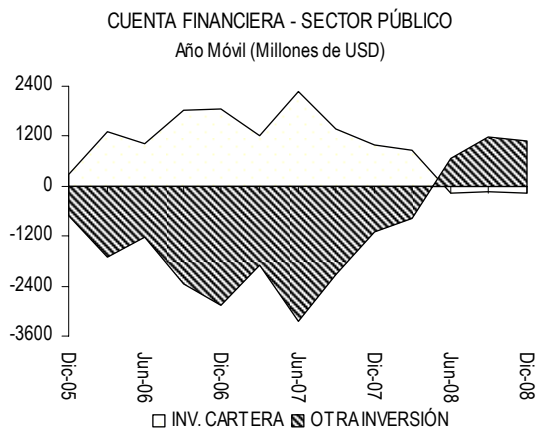


El fondeo provino en un 53% de la reducción de los activos con el sistema financiero externo y el restante 47% de la captación de depósitos (neto de crédito) de no residentes.

A nivel del sector privado residente, la desaceleración del ingreso global de fondos se debió mayoritariamente a las salidas con origen en la banca instalada en Uruguay. Los movimientos financieros vinculados a empresas de Inversión Extranjera Directa² (IDX) radicadas en el país –aunque

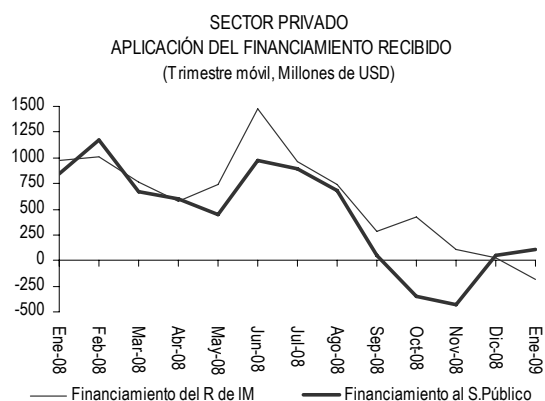
² Al respecto cabe señalar que una parte considerable de esta inversión se releva mediante encuesta una vez finalizado el año

civil, por lo cual la cifra puede experimentar un ajuste de consideración.



En el cuarto trimestre se revirtió este comportamiento, efectuándose el fondeo básicamente mediante captación de depósitos (neto de crédito) del sector privado no bancario. En este período se aceleró la captación de depósitos de no residentes (que para el conjunto del año aumentaron en USD 750 millones), siendo los mismos recolocados en exterior. Durante el primer bimestre de 2009 persistieron las tendencias verificadas a partir de septiembre 2008, a lo que se agregó una reducción de la posición con el BCU.

El comportamiento de la banca oficial acompañó en términos generales la tendencia descrita para la banca privada. En grandes líneas sus movimientos fueron los determinantes del saldo de los flujos financieros globales del Sector Público con el Resto del Mundo en los tres últimos trimestres de 2008.

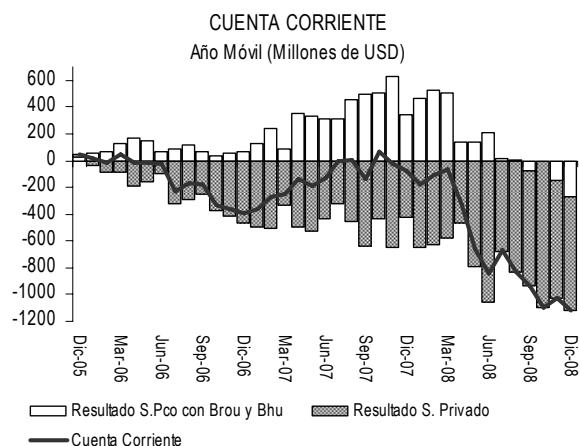


Las restricciones de financiamiento a nivel internacional indujeron una reducción de la tenencia de títulos públicos por parte de no residentes en el último trimestre de 2008, con el consiguiente efecto depresivo de sus cotizaciones y por tanto, la inconveniencia de intentar nuevas emisiones en los

mercados internacionales. Dado este entorno, y no obstante el perfil de vencimientos despejado en un horizonte temporal de mediano plazo y el cómodo stock de activos externos acumulados en el período previo, el Gobierno Central decidió fortalecer su liquidez recurriendo a la utilización del crédito de organismos multilaterales. De los desembolsos previstos en el orden de USD 1.000 millones, al mes de marzo ya se efectivizaron USD 800 millones.

En síntesis, a partir de septiembre de 2008 se observó un cambio en el financiamiento externo de la economía uruguaya, con una marcada desaceleración en el ingreso de capitales privados y el ingreso de fondos provenientes de organismos multilaterales de crédito hacia el sector público. La desaceleración del ingreso de capitales hacia el sector privado residente afectó el monto e instrumentos de financiamiento del sector público, dado que gran parte de los capitales ingresados por aquél estaba siendo canalizado a la compra de títulos públicos.

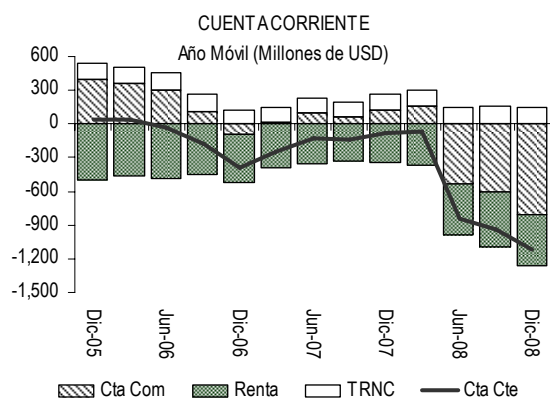
La Cuenta Corriente



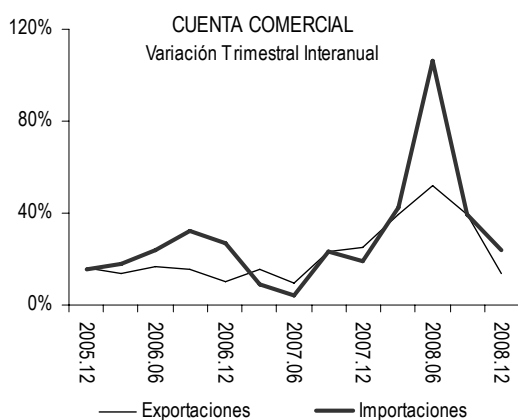
Durante 2008, el déficit en Cuenta Corriente pasó de 0.3% a 3.4% del PIB. Considerada por su equivalencia con el excedente de los residentes, el crecimiento que experimentó el déficit en el transcurso de 2008 reflejó tanto el comportamiento del sector privado como del sector público. El recrudecimiento de la crisis internacional no pareció inducir un ajuste inmediato en la brecha gasto-ingreso, que se mantuvo amplia en el último trimestre del año. Al inicio de 2009, mientras el sector privado estaría mostrando -conforme a indicadores parciales- una tendencia al ajuste, el sector público no exhibe el mismo patrón.

En términos de los grandes agrupamientos de los registros de la balanza de pagos, la caída del saldo en

Cuenta Corriente verificado en 2008 se correspondió fundamentalmente con el de la Cuenta Comercial, y particularmente con el saldo de Bienes. Casi la mitad de los USD 1.000 millones en que cayó este último, respondió a los efectos de la crisis energética, que se quita mediante, obligó a la realización de importaciones petróleo en el pico de precios.



La corriente comercial con el Resto del Mundo – considerada en términos de la variación de los valores trimestrales con respecto a igual período del año anterior- se aceleró hasta mediados de 2008, fecha en que se ubicó el máximo nivel en el precio internacional de los productos básicos. En el tercer trimestre, aunque desacelerándose, el comercio exterior mantuvo un crecimiento considerable –39% tanto en exportaciones como en importaciones respectivamente-. El cuarto trimestre acusó el impacto de las restricciones del comercio internacional, con un descenso a 14% en la tasa de crecimiento de los valores exportados y a 24% en los importados. Esta desaceleración abarcó tanto a bienes como a servicios, con la excepción de las exportaciones en el rubro Viajes.



En el marco de la expansión verificada en los últimos años por la Inversión Extranjera Directa y el consiguiente incremento de sus utilidades, el saldo de

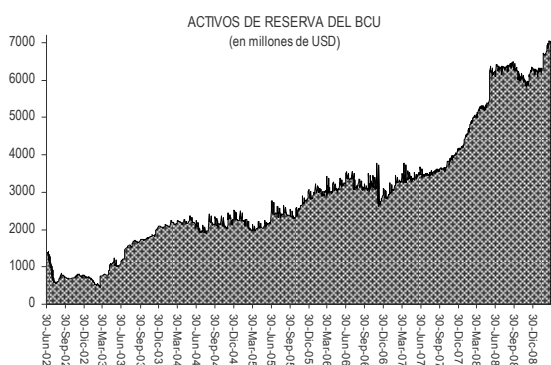
Renta cae a lo largo de 2008, con una amortiguación de la tendencia en el último trimestre, cuando la crisis internacional afecta la operativa exportadora de estas empresas.

Activos de Reserva

Hasta los acontecimientos de septiembre 2008, gran parte del ingreso de capitales del sector privado – incluido los relacionados con el aumento de los encajes- generó una acumulación de activos de reserva, dado que el Banco Central intervino en el mercado de cambios para evitar apreciaciones bruscas del peso. La declinación que se verificó a partir de entonces en los fondos ingresados por este sector, unido al ajuste rezagado en su brecha ingreso-gasto y la consiguiente mayor aplicación de estos fondos al financiamiento de su propio gasto, determinaron un quiebre en la tendencia de las reservas internacionales, el que se vio reforzado por el cambio de portafolios, tanto de residentes como de no residentes tenedores de títulos públicos.

La decisión del BCU de fortalecer su compromiso con la estabilidad frente a la incertidumbre generada, lo llevó a participar activamente en el mercado de cambios vendiendo divisas (ahora para administrar las presiones a la depreciación del peso) y a facilitar el cambio de portafolios mediante una recompra anticipada de Letras de Regulación Monetaria, a los efectos de proteger a los inversores en pesos.

La pérdida de activos de reserva que se derivó de esa política alcanzó, durante el bimestre octubre-noviembre, la suma de USD 379 millones de dólares en la medición de balanza de pagos –que no incluye variaciones en el precio de mercado de estos activos. Sin embargo, como el gobierno hizo uso preventivo del acceso al crédito externo, se reconstruyó parcialmente el nivel de activos de reserva durante el mes de diciembre.



Al cierre del año los activos de reserva se encontraban en un nivel considerado confortable, puesto que más que duplicaba los vencimientos de deuda a servir durante 2009 -en moneda extranjera y nacional- del Gobierno Central y Banco Central. De excluirse los depósitos del sistema bancario constituidos en el Banco Central, estos activos cubrían más del 100% de los vencimientos de deuda de 2009 de los organismos antes señalados.

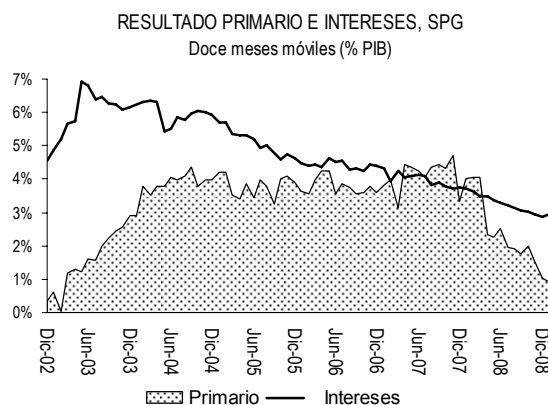
Pese a contar con un horizonte de amortización de deuda despejado, el Gobierno Central continuó realizando desembolsos de organismos multilaterales con carácter preventivo durante 2009. En consecuencia, al 24 de marzo los activos de reserva superaron en cerca de USD 800 millones el nivel del cierre de agosto, mes previo al recrudecimiento de la crisis internacional.

1.2.3 Finanzas públicas

Resultado global y principales agregados

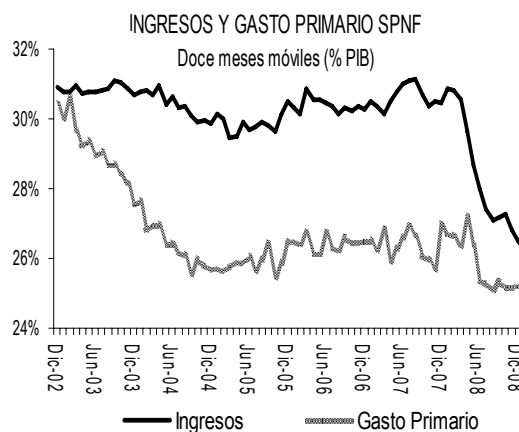
En un entorno marcado por la expansión del nivel de actividad el Sector Público Global (SPG) presentó un déficit de 1,9% del PIB (o 2,1% neto de variación de inventarios de crudo) en los 12 meses cerrados en enero 2009, manteniendo la tendencia al aumento del déficit iniciada desde el superávit global logrado un año atrás. En el mismo sentido, el último cuatrimestre mostró un déficit marginal de 0,6% del PIB. Esta evolución continúa siendo determinada principalmente por el resultado de las Empresas Públicas (EP), producto de la crisis hídrica, el precio del petróleo, el manejo de tarifas y en menor medida, por el Banco Central (BCU), en función de la evolución de su hoja de balance y de las tasas activas y pasivas. Por otra parte, el resultado consolidado de Gobierno Central (GC) y Seguridad Social (SS) se ha mantenido estable en un déficit algo superior al 1% del PIB.

Este comportamiento global fue guiado por la continua reducción del superávit primario, que se ubica en 1% del PIB cuando un año atrás era 4% del PIB, implicando un impulso fiscal expansivo sobre la demanda agregada. Paralelamente se continuó observando una reducción de los Intereses en relación al PIB, los que representan 2,9% versus 3,7% un año atrás. La evolución marginal del último cuatrimestre, siempre analizando 12 meses móviles a enero 2009, profundiza esta tendencia con reducciones de 0,8% y 0,1% respectivamente.

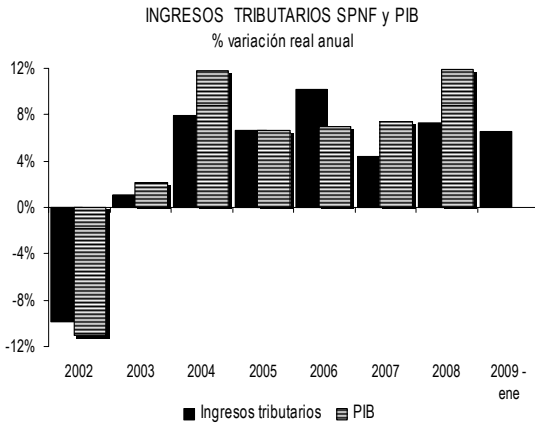


Ingresos y Gasto Primario consolidados SPNF

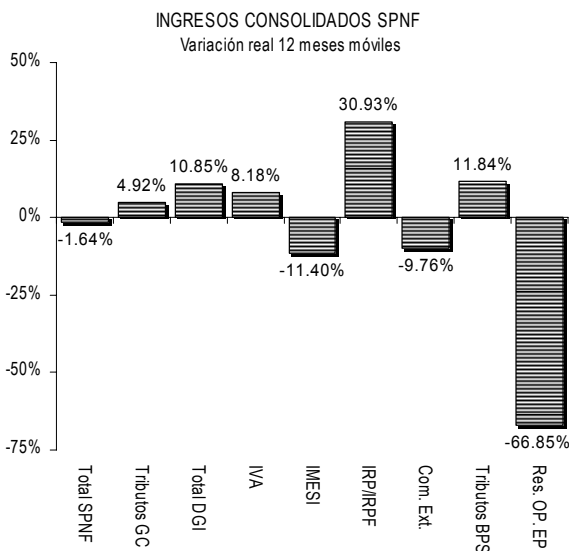
Los ingresos del Sector Público no Financiero (SPNF) presentan una caída de 1,6% real en los últimos 12 meses, liderados por la fuerte caída del resultado operativo de EP. Mientras tanto, el Gasto Primario mantuvo su tendencia creciente, aumentando 8,7% en términos reales, donde se destaca la expansión de los gastos de capital y en menor medida de las prestaciones sociales. De esta forma, ambos agregados se reducen en términos del PIB; a enero 2009 los ingresos del SPNF se ubican en 26,3% y el Gasto Primario en 25,3%.



En los 12 meses cerrados a enero 2009, los ingresos tributarios consolidados aumentaron 6,5% en términos reales, impulsados por el crecimiento del PIB y de la masa salarial.

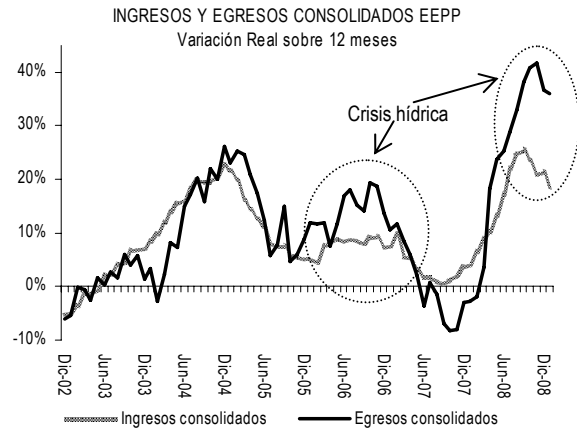


Esta evolución fue liderada por la recaudación de la DGI y el BPS, mientras que se mantuvo la caída en lo recaudado por comercio exterior. La expansión en la recaudación de DGI fue 10,8% real, la que siguió siendo determinada por el IVA, su principal impuesto, y por los dos mayores tributos surgidos de la Reforma Tributaria (RT), el IRPF y el IRAE, los que mantuvieron tasas de crecimiento elevadas. En los últimos meses, este comportamiento fue parcialmente compensado por medidas discrecionales expansivas, como exoneraciones tributarias por la crisis energética y medidas fiscales para combatir la inflación.

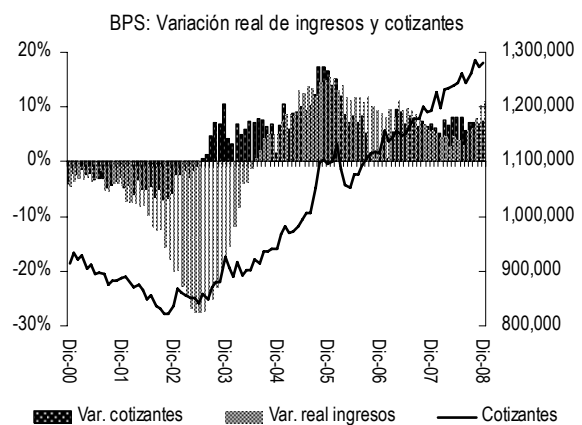


La recaudación del BPS aumentó 11,8% real, impulsada por mayores niveles de cotizantes, de empleo y de masa salarial producto de la fase

expansiva del ciclo económico. Es de destacar que se continuó observando un mayor dinamismo en la recaudación respecto al crecimiento de la masa salarial, que fue de 5,3% real, y del número de cotizantes del sistema, que aumentó 7,0% promedio en los 12 meses a enero 2009.

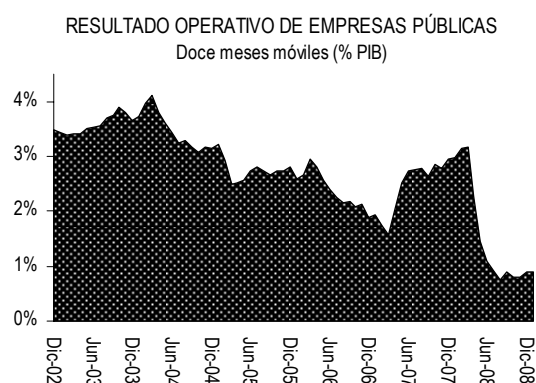


Dada esta evolución, la caída de los ingresos del SPNF de 1,6% real está explicada por la importante reducción del superávit operativo de las EP, la que se inició en el segundo trimestre de 2008. Esta evolución se da en un entorno donde se combinaron *shocks* negativos, como el déficit hídrico que atravesó Uruguay y los precios históricamente altos del petróleo, junto con la decisión discrecional de no trasladar completamente estos mayores costos a las tarifas de UTE y ANCAP, factores que estarían explicando 1,7% del PIB de deterioro.

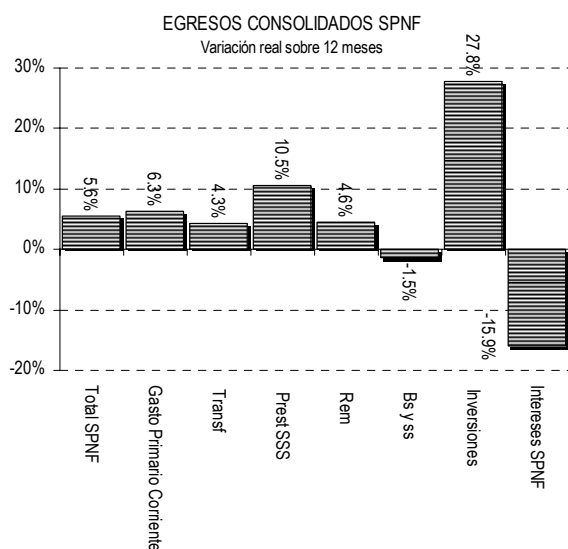


En los últimos meses, si bien el manejo tarifario ha sido similar en el marco de importantes caídas en los precios del crudo, los costos para las EP no se han reducido en la misma forma, ya que UTE mantiene un sobrecosto por el uso de centrales de generación térmica y ANCAP tiene pactados precios de crudo que

hoy son superiores a los del mercado *spot*³. Así, se continúa observando un superávit operativo de EP mantenido en torno a 0,9% del PIB, valor no registrado desde 1989, e inferior en un 2% del PIB al de un año atrás. Por otra parte, la tarifa real promedio en los últimos 12 meses se mantuvo constante, donde el aumento de UTE compensó el descenso en las otras tres.



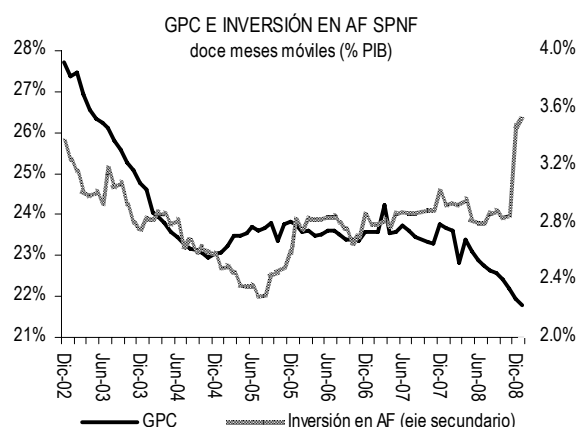
Siguiendo a la evolución del PIB y de los ingresos fiscales, el Gasto Primario del SPNF mantuvo la expansión iniciada en 2005, aumentando 8,7% real en los 12 meses a enero 2009 (9,8% sin incluir la fuerte caída en los inventarios de petróleo). Esta evolución se observó en casi todos sus componentes.



Por un lado, el Gasto Primario Corriente (GPC) aumentó 6,3%, siendo liderado por las prestaciones de la Seguridad Social (+10,5%). Mientras tanto, el

³ ANCAP firmó un contrato el año pasado fijando un rango de USD 54 a USD 95 para el precio del crudo. Desde mediados de noviembre 2008 el precio *spot* se encuentra por debajo de este mínimo.

consumo del Gobierno General (GG) creció a menor ritmo (+2,1%), donde el aumento de las remuneraciones, influidas por mayores salarios y mayor número de funcionarios, fue compensado en parte por la caída de las compras de bienes y servicios. El mayor pago de prestaciones sociales está ligado a la masa salarial y al número de beneficiarios. Este último continuó incrementándose en el último año móvil a enero 2009 a través de programas como el Plan de Equidad y el Fondo Nacional de Salud (FONASA), que implicaron aumentos de cobertura e incorporación de nuevas prestaciones. En contrapartida, las prestaciones pasivas, que son las que más inciden, aumentaron moderadamente, siguiendo la tendencia reciente.

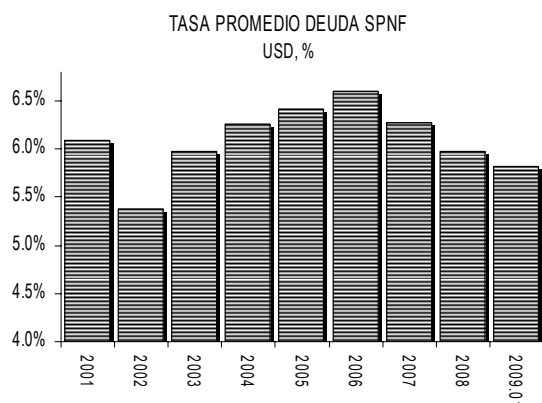


Por otra parte, se destacó el aumento de las inversiones públicas: 27,8% en términos reales, impulsadas por aquellas inversiones en activo fijo, las que aumentaron 38% (22% para GC y 63% para EP). Este mayor dinamismo es explicado por la creación de la Agencia Nacional de Vivienda (ANV), el Plan Ceibal e inversiones de las EP, vinculadas a su rubro de negocios. Este incremento provoca que dichas inversiones se ubiquen en 3,5% del PIB, medio punto superior al nivel observado en los últimos años.

Intereses del SPNF

Los intereses pagados por el SPNF se redujeron 1,1% del PIB en los últimos 12 meses, y 0,2% en el último cuatrimestre, representando 2,9% del PIB a enero 2009. Esta reducción, que en términos reales fue 16%, estuvo determinada por la evolución levemente favorable de sus determinantes, aunque estaría marcando un cambio de tendencia en el margen. Así, se mantuvo la tendencia decreciente de la Deuda

Bruta/PIB, mientras que la tasa de interés promedio en dólares permaneció en el entorno de 6%. A esta evolución habría contribuido hasta el tercer trimestre de 2008 la apreciación real del peso frente al dólar y en menor medida la reducción de las tasas promedio en UI. A partir de octubre se produjo un punto de inflexión, generándose en el margen una pequeña devaluación real. De esta forma, la tasa real en pesos que enfrentó el SPNF, negativa durante un largo período, se ubica actualmente en 6,6%.



Deuda Pública y Financiamiento

Los datos oficiales a septiembre 2008 indican que la Deuda Pública Bruta se ubicó en USD 17.805 millones y los activos en USD 8.667 millones, resultando en una Deuda Neta de USD 9.138 millones (descenso respecto a la de diciembre 2007 de USD 525 millones).

El stock de Títulos Públicos se incrementó en USD 1.043 millones respecto a diciembre de 2007, ubicándose en USD 14.224 millones. Esta evolución se explica en un 60% por colocación neta en Pesos y amortización neta en dólares, y en 40% por el efecto de la apreciación del peso en el *stock* de títulos indexados y nominales expresados en dólares.

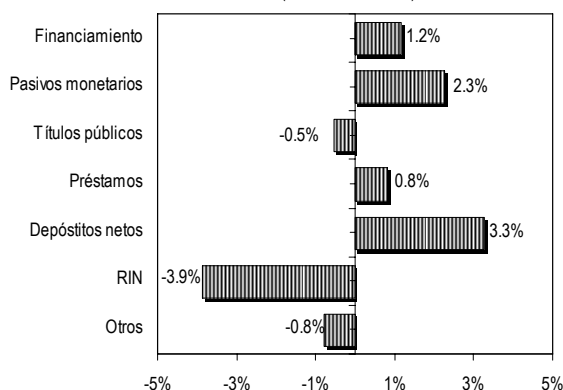
El aumento en los Activos Financieros estuvo determinado por el incremento en los Activos de Reserva del BCU en USD 2.222 millones, de los que se destacaron la compra de divisas por USD 785 millones y el crecimiento de los depósitos bancarios en BCU por unos USD 500 millones, debido al cambio en el régimen de encajes vigente a partir de junio de 2008. De esta forma, se profundizó la liquidez y calidad de los activos que había comenzado en 2007: los activos líquidos representaron el 80% del total, mientras que los generados por la Asistencia Financiera de 2002 reducen su participación al 6%.

En la composición por monedas de los Títulos Públicos, con datos a febrero 2009, se observó una caída en la participación de la moneda local, profundizando el punto de inflexión de agosto 2008 en un contexto de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. A esta evolución contribuyó el programa de recompras que llevó adelante el BCU de sus instrumentos en pesos en noviembre 2008, cuando recompró títulos por el 5.5% del circulante en moneda local. Así, los títulos en pesos pasaron de representar el 51% del total hace 6 meses al actual 45%, debilitando en el margen el ámbito de acción de algunos canales de la política monetaria.

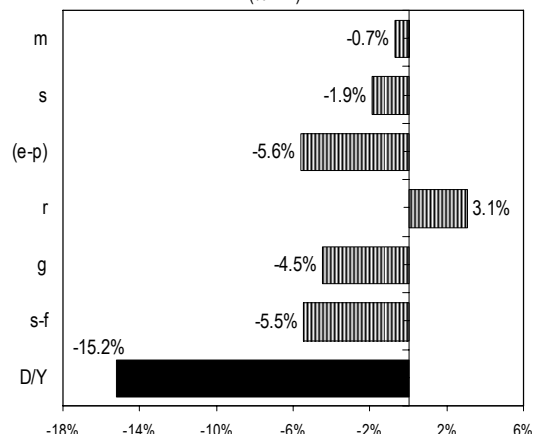
Por otro lado, dada esta evolución de títulos y la gestión de líneas de crédito contingente que implican compromisos financieros para el Sector Público, el ratio Títulos/Préstamos continúa disminuyendo a partir de agosto de 2008, aunque se mantiene en niveles altos. Debido a que no hubo necesidades de financiamiento o importantes vencimientos en el corto plazo, el Estado ha podido mantenerse aislado hasta el momento del estado actual de los mercados financieros. Finalmente, dado que la deuda a tasa fija continúa en el entorno de 85% del total, se redujo la exposición de los intereses a la volatilidad de los mercados financieros y por tanto disminuyó otro aspecto de vulnerabilidad fiscal.

Del punto de vista de fuentes y usos de fondos, los datos en los últimos 12 meses a noviembre 2008 muestran que las principales fuentes de financiamiento fueron los depósitos netos del sector público global y los pasivos monetarios, los que aumentaron 3,3% y 2,3% del PIB respectivamente, existiendo un financiamiento menor a través de préstamos. Estas fuentes se aplicaron principalmente a constituir Activos Externos por 3,9% del PIB y en menor medida financiaron el déficit y amortizaron títulos públicos.

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO GLOBAL
% PIB (a Noviembre 2008)

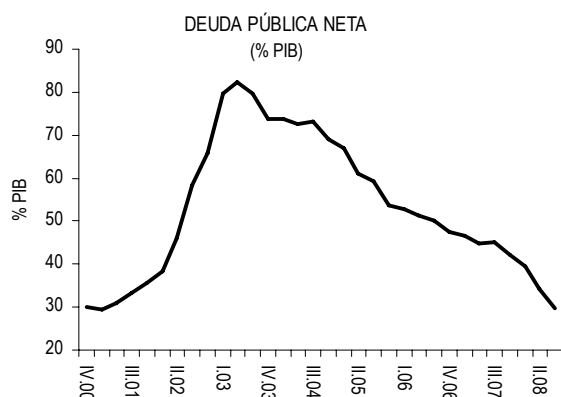


COMPONENTES DEUDA MARGINAL III.07 - III.08
(% PIB)



Por otro lado, el ratio Deuda/PIB continuó su tendencia decreciente, reduciéndose 15 puntos en el último año móvil a septiembre 2008, tanto en términos brutos como netos. La Deuda Bruta/PIB alcanzó 58%, mientras que la Deuda Neta/PIB se ubicó en 30%.

Analizando esta evolución en una perspectiva de mediano plazo, la Deuda Pública, tanto bruta como neta, presenta valores similares a los anteriores a la crisis de 2002.



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, e-p) y 4,5 por el crecimiento real del PIB (g). El superávit primario (s) aporta otros 1,9 puntos de reducción, mientras que los intereses (r) lo aumentan en 3,1 puntos. Finalmente, el señoreaje (m) continúa con su contribución cercana a 1 punto del PIB, mientras que las diferencias metodológicas entre *stocks* y flujos (s-f) determinan una disminución de esta relación de 5,5 puntos del PIB.

En términos generales el ratio Deuda Bruta/PIB -aún en niveles cercanos a 60%- es considerado como relativamente elevado para economías emergentes. Asimismo, dada la reciente evolución del peso respecto al dólar, es de esperar que este ratio se ubique en niveles mayores en los próximos trimestres. Desde esa óptica, el todavía elevado nivel de endeudamiento público seguirá operando como una restricción para el manejo fiscal.

2 Agregados monetarios y mercados financieros

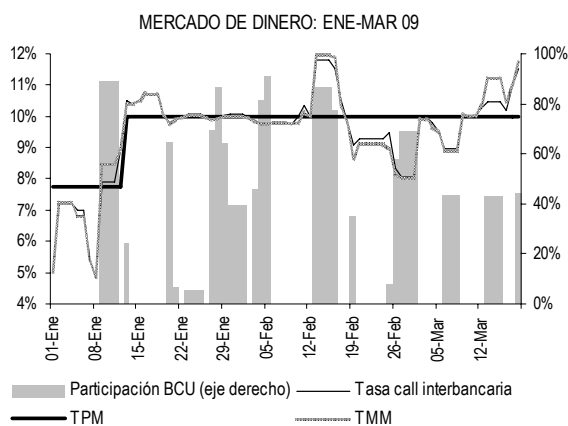
2.1 Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

En el marco del Comité de Coordinación Macroeconómica, el MEF y el BCU acordaron el pasado mes de enero mantener el rango objetivo de inflación vigente, el cual se ubica entre 3% y 7% anual, para el horizonte de dieciocho meses que finaliza en junio de 2010. Posteriormente, en la reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada el 12 de enero de 2009, se decidió que, en la medida que los mercados financieros internacionales se mostraban más estables y a nivel doméstico habría culminado el proceso de cambio de portafolio de los agentes, resultaba conveniente retomar el control de la tasa de interés como variable operativa de la política monetaria.

Dada la preocupación existente respecto a la evolución de la inflación, se decidió reafirmar la orientación contractiva de la política monetaria, fijando

la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 10%. Si bien no se hizo referencia explícita, la tasa de facilidad de depósito fue mantenida en 4%, al tiempo que se mantuvo la suspensión de la facilidad de crédito, disponiendo las instituciones bancarias de la tasa Lombarda en caso de necesitar liquidez⁴.

Al retomar el BCU el régimen de tasas de interés, la gestión de la política monetaria se concentró en administrar los instrumentos disponibles para crear condiciones tales de liquidez en el mercado de dinero, que la tasa de interés de corto plazo se ubicara en el entorno de la referencia dada por la TPM, con la menor intervención posible de la autoridad monetaria. En ese sentido, el objetivo fue logrado ya que las tasas de interés de corto plazo, representadas por la Tasa Media de Mercado (TMM)⁵, se ubicaron en niveles consistentes con los anunciados: en enero la TMM promedio fue 9,37%, alcanzó 10,10% en febrero y el registro hasta el 18 de marzo fue de 10,2%. La tasa Call interbancaria acompañó ese comportamiento ubicándose en 9,47% en enero, y en 9,74% y 10,21%, en febrero y el período considerado de marzo. Asimismo, la participación del BCU en el mercado de dinero a un día fue esporádica. De ahí que el porcentaje de intervenciones solo representó el 38% de las operaciones a un día durante ese período.

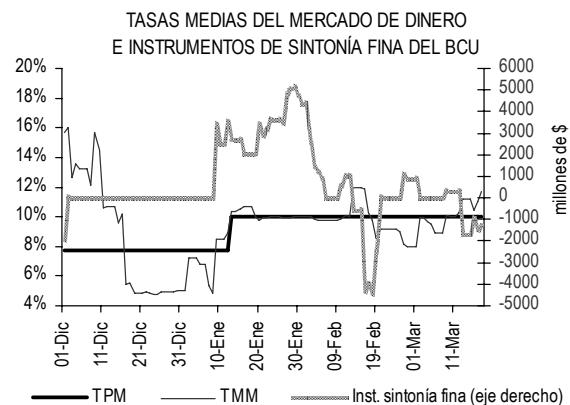


Al retomar el control de la tasa de interés por parte del Banco, se observó una abrupta disminución de la volatilidad de las tasas de interés a corto plazo con relación al trimestre previo. En efecto, medida por la desviación típica mensual, la volatilidad pasó de registros que oscilaron entre 4,2% y 6% entre octubre

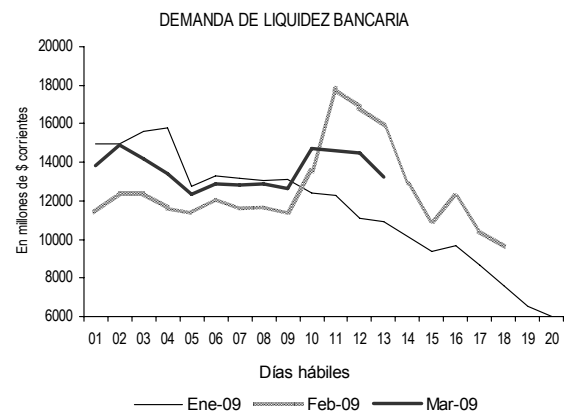
⁴ El nivel actual de esta tasa es de 25%.

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

y diciembre, a valores de entre 1 y 1,8% entre enero y marzo.

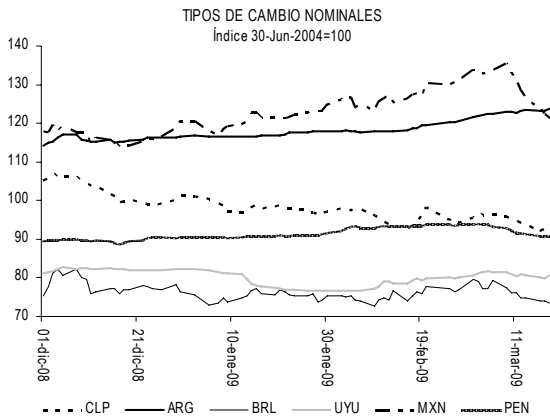


La gestión de la liquidez que permitió tales guarismos de la TPM se realizó combinando instrumentos de reducción e inyección de liquidez, aunque dadas las condiciones existentes, predominaron las de esterilización. Sólo durante breves períodos fue necesario inyectar liquidez. Estos últimos episodios reflejaron estrategias de cumplimiento de encajes seguidas por algunas instituciones más que factores sistémicos. Asimismo, los instrumentos de esterilización abarcaron un abanico variado de vencimientos, recurriéndose a plazos más largos cuando el diagnóstico indicó que la necesidad de esterilización era persistente.

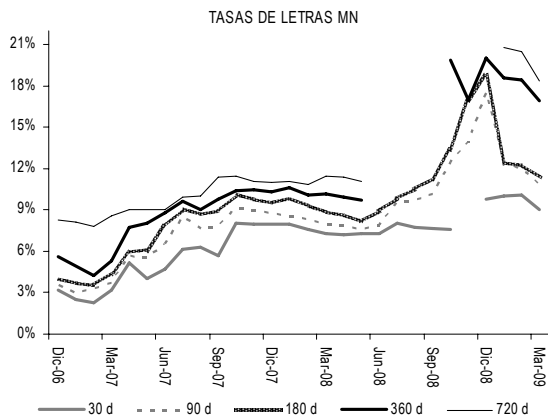


En efecto, la gestión de liquidez requirió retirar liquidez en forma permanente mediante la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) durante enero y hasta mediados de febrero, para mitigar presiones a la baja de la TMM vinculadas a la expansión monetaria derivada de la compra de divisas que hizo el BCU. Como es sabido, la autoridad monetaria ha señalado reiteradamente que si bien respeta las tendencias de los fundamentos del tipo de

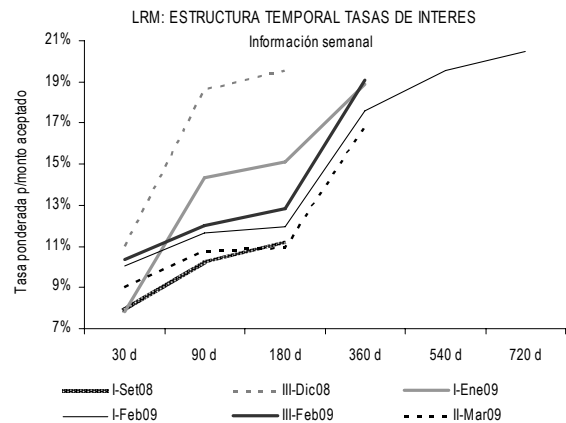
cambio, interviene en ese mercado para evitar oscilaciones bruscas. Ello ha permitido que el peso uruguayo siguiera las tendencias internacionales pero con un menor grado de volatilidad que en otros mercados.



Pese al aumento de las tasas interbancarias a un día, las tasas pagadas por las LRM en pesos nominales mostraron una clara tendencia decreciente en los primeros dos meses y medio de 2009. Esta tendencia, que siguió al sostenido aumento que experimentaron las tasas de interés durante el segundo semestre de 2008 como consecuencia del agravamiento del contexto internacional, fue más marcada en los plazos de noventa y ciento ochenta días.



La evolución semanal de estas tasas muestra que el proceso de reducción se dio paulatinamente en el transcurso del trimestre, a tal punto que, en marzo se ubicaron por debajo de los valores de diciembre de 2008. Incluso, en algunos tramos de la curva alcanzaron niveles cercanos a los de septiembre del año pasado, antes del agravamiento de la crisis financiera internacional

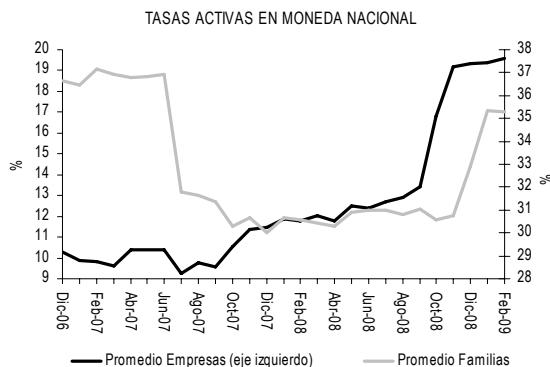


La disminución de las tasas de las LRM en pesos estuvo asociada al impacto positivo sobre las expectativas en materia inflacionaria, lo que redundó en un menor premio por inflación incluido en las tasas. También contribuyeron en ese sentido la reducción del riesgo país y la menor volatilidad de los mercados cambiarios de los mercados emergentes, lo que permitió extender la reducción de tasas también a los títulos emitidos en Unidades Indexadas. La mejora en las condiciones generales también permitió retomar las colocaciones de estos títulos en los tramos largos, iguales o superiores a un año, y recomponer de la curva de rendimientos.

Las licitaciones de estos instrumentos fueron importantes para la política monetaria por varias razones. En primer lugar, porque son el instrumento idóneo para retirar del mercado la liquidez estructural, o sea aquella que excede la intra-anualidad. En caso contrario, los recursos líquidos persistentes serían objeto de esterilización permanente a un día, lo que distorsionaría la gestión de la tasa y el funcionamiento de ese mercado. Por otra parte, las tasas pagadas sobre las LRM sirven de referencia para las operaciones pasivas y activas en el sistema de intermediación en pesos, lo que resulta esencial para el proceso de reconstrucción de los mercados en moneda nacional y de los canales de transmisión vía demanda agregada.

En este sentido, la evidencia indica que, gradualmente, las tasas activas en moneda nacional han reaccionado en el sentido esperado. Este comportamiento puede observarse en los segmentos más competitivos del mercado de crédito en moneda nacional, que corresponde a las líneas de financiamiento a empresas.

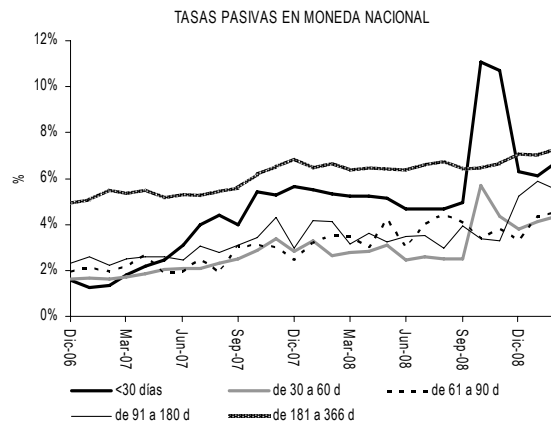
Es así como los aumentos de las tasas pagadas por las LRM registrados desde mediados de 2008, que fueron moderados en un comienzo y muy significativos en los últimos meses del año, se reflejaron en subas de las tasas activas cobradas a empresas, que en todo el segundo semestre del año acumularon un incremento de casi 700 puntos básicos, proceso que continuó en enero y febrero de 2009.



Debe tenerse presente que la normativa vigente en materia de tasas de usura impone que los ajustes al alza sean graduales.

En el caso de las líneas de préstamos a las familias, no obstante ser un mercado poco competitivo en el que en general las tasas no han reaccionado de manera significativa a las medidas de política monetaria, se registró un claro repunte a fines de 2008 y comienzos de 2009, consistente con la fuerte suba de tasas en moneda nacional que se constató durante todo el segundo semestre del año pasado.

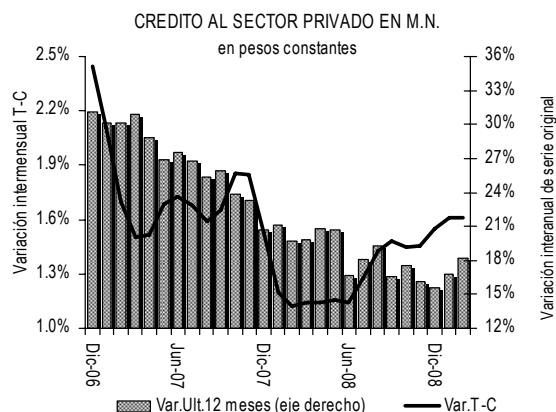
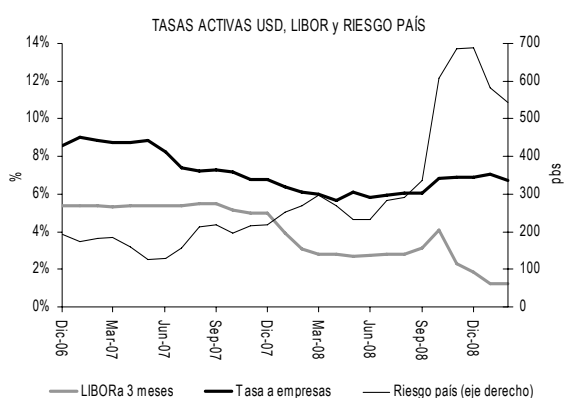
Con relación a las tasas pasivas, cabe señalar que las mismas han tenido un comportamiento más volátil que las activas, lo que dificulta la extracción de señales para detectar su evolución. De todas formas, de la evolución mostrada en el último año y medio es posible concluir que prácticamente todos los tramos de la curva han reaccionado a las medidas de política pero con un proceso de ajuste más lento en los plazos más largos.



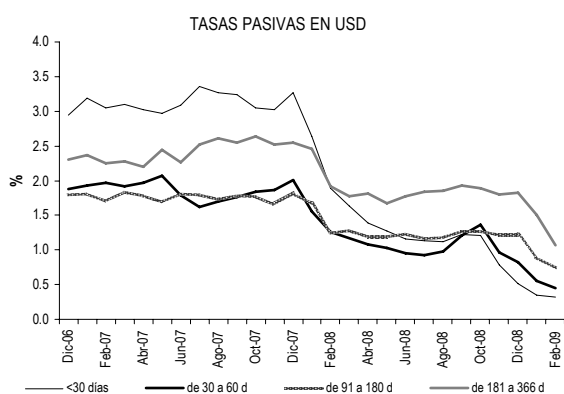
Es así como en octubre, cuando los bancos debieron acomodarse al nuevo contexto, la remuneración que daban a sus depositantes en los tramos más líquidos se corrigió fuertemente al alza. En los plazos más largos, inicialmente no se constató una reacción significativa, aunque posteriormente estas tasas comenzaron a repuntar.

En los primeros dos meses de 2009 las tasas pagadas por los depósitos mostraron una tendencia creciente en la mayoría de los plazos, seguramente completando el proceso de ajuste a las condiciones vigentes desde los últimos meses de 2008.

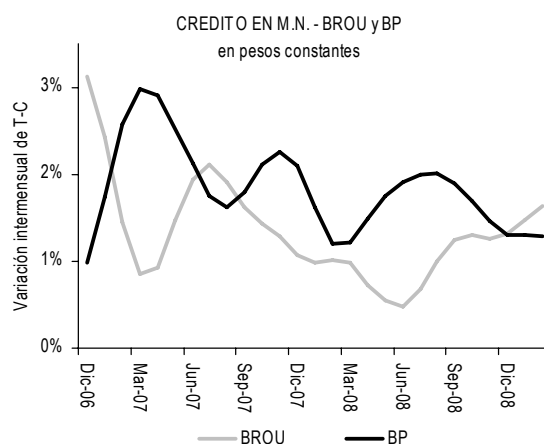
En economías altamente dolarizadas como la uruguay, resulta imprescindible analizar el comportamiento de las tasas en dólares, moneda en la que se pactan la enorme mayoría de las operaciones en moneda extranjera. En el caso de las tasas activas en dólares la evolución estuvo marcada por el comportamiento de las tasas internacionales, el riesgo soberano y el efecto de los movimientos del tipo de cambio sobre el balance de las empresas. Estas tasas registraron un aumento promedio de 75 puntos básicos en octubre en el momento de máxima tensión de los mercados internacionales manteniéndose luego relativamente estables. En este último período el único factor que contribuyó a frenar el aumento de estas tasas fue la continua caída de las tasas internacionales, ya que el riesgo país se ubicó en niveles notoriamente superiores a los vigentes hasta septiembre, mientras que los mayores niveles de tipo de cambio seguramente afectaron el balance de aquellas empresas que reciben sus ingresos en moneda nacional y están endeudadas en dólares. Este último fenómeno muchas veces se traduce en mayores primas de riesgo o en restricciones cuantitativas al crédito.



El descenso de las tasas internacionales también ha impactado en las tasas pasivas en dólares, las cuales a partir de septiembre mostraron una profundización de la tendencia decreciente.



Este comportamiento no fue homogéneo por instituciones, puesto que se produjo una desaceleración en Banca Privada (BP), que es donde más aumentaron las tasas activas en los últimos meses (640 pbs), siendo que en el BROU se observa una leve aceleración del crédito en los últimos meses, en el cual sugestivamente el encarecimiento del crédito fue menor (410 pbs).



2.2 Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

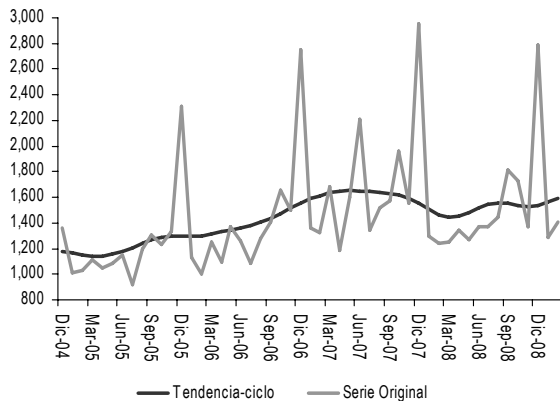
No obstante el aumento registrado por las tasas activas en moneda nacional, ninguno de los indicadores utilizados para evaluar las condiciones del mercado de crédito mostró una desaceleración significativa de los préstamos otorgados en esta moneda por el sistema bancario.

En efecto, las variaciones interanuales del stock de crédito no exhibieron una significativa pérdida de ritmo, pues en agosto de 2008 la tasa real de crecimiento se ubicaba en 19,3% y en febrero de 2009 se situó en 18,2%. Algo similar surge de la señal que se extrae del componente tendencia-ciclo.

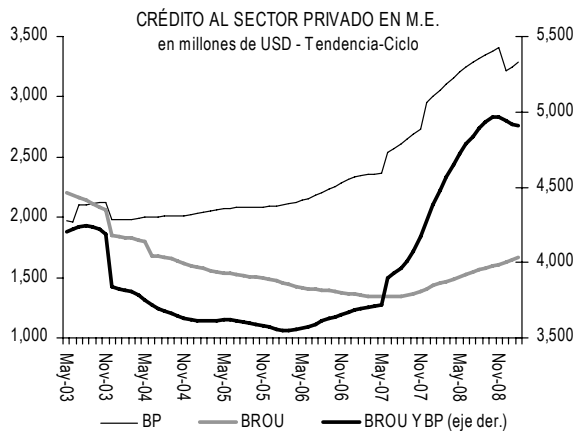
Si se miden en términos constantes, los flujos mensuales de los créditos efectivamente concedidos por los bancos en moneda nacional experimentaron una reducción entre septiembre y noviembre, para luego tender a recuperarse en los meses posteriores según el componente tendencia-ciclo de la serie. En términos 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 septiembre y 6,3% en diciembre y 6,2% en febrero⁶. Esta caída es más notoria en el caso de las líneas a empresas.

⁶ Estas cifras de flujos de crédito no consideran los préstamos otorgados mediante tarjetas de crédito (que suman \$ 12.156 millones). Estos últimos representaron en torno a 1,8% del PIB en los últimos meses.

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



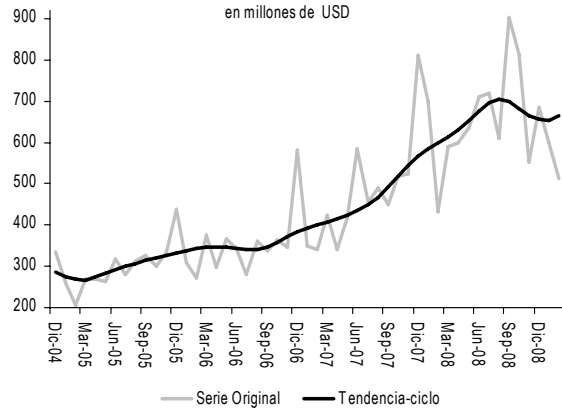
En el caso de los créditos en moneda extranjera la pérdida de ritmo registrada es más notoria que en el caso de la moneda nacional. Por un lado, la serie de saldos de crédito en moneda extranjera hasta febrero muestra una tendencia levemente descendente desde los últimos meses de 2008 y las variaciones interanuales pasaron de tasas bastante superiores al 20% en el tercer trimestre del año pasado a 8,5% en la última medición.



Tal como se observa en la gráfica, la pérdida de ritmo se produjo en BP, ya que en BROU el crédito siguió creciendo. La significativa desaceleración del crédito en moneda extranjera refleja la retracción del financiamiento en esa moneda que se registró a fines de 2008, y que no se revirtió en el 2009 como se desprende de la evolución de los flujos mensuales. A juzgar por el comportamiento de las tasas activas en dólares el costo de financiamiento no ha sido el principal obstáculo para el crecimiento del crédito en moneda extranjera, por lo que no puede descartarse que en los momentos más complicados de la crisis a

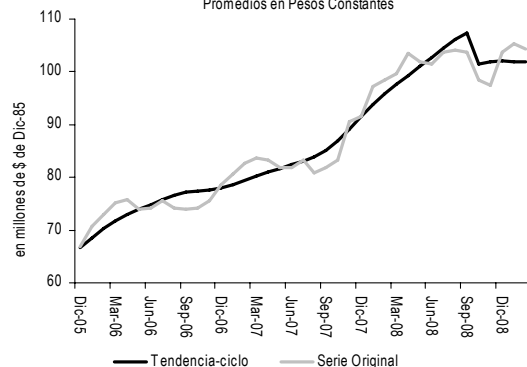
fines de 2008 los bancos hayan puesto alguna restricción cuantitativa para la concesión de créditos en esa moneda. Tampoco debe descartarse que el cambio en las expectativas de los agentes respecto a la evolución del tipo de cambio haya determinado una reducción de la demanda por este tipo de financiamiento.

FLUJOS MENSUALES DE CRÉDITO EN M.E.
en millones de USD



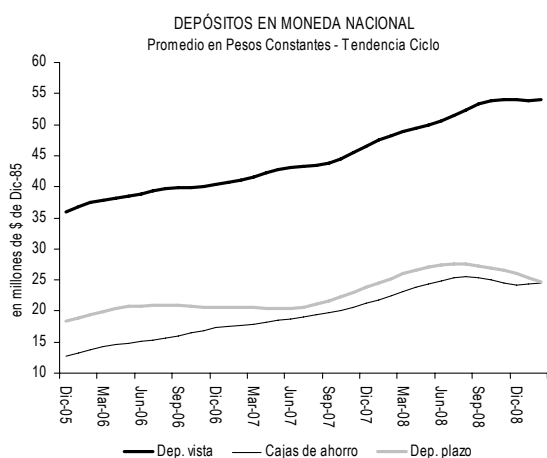
Otro fenómeno que se observó como efecto de la crisis mundial entre los meses de octubre y noviembre, fue el cambio de portafolio de los agentes residentes, que redujeron sus tenencias de activos en moneda nacional. En ese marco, los depósitos en moneda nacional, expresados en valores constantes, registraron un salto hacia abajo en octubre y desde entonces se mantuvieron relativamente estables, según lo que marca la evolución del componente tendencia-ciclo de la serie en cuestión.

DEPÓSITOS EN M.N.
Promedios en Pesos Constantes

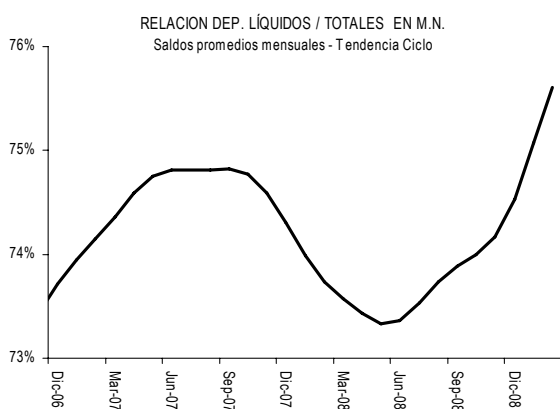


Al clasificar a los depósitos por instrumento, se observa que las colocaciones a la vista han permanecido estancadas en términos reales desde el último trimestre de 2008, mientras que las cajas de ahorro bajaron en el periodo septiembre y diciembre y desde comienzos de este año retomaron su senda

creciente. En cambio, los depósitos a plazo fijo, que entre mediados de 2007 y mediados de 2008 habían presentado un importante dinamismo, iniciaron su descenso a mediados del año pasado y aún no han dejado de caer. Esta diferencia de comportamiento podría explicarse por el hecho de que los depósitos a la vista y en caja de ahorros están más asociados al dinero transaccional, por lo que fueron menos afectados que los depósitos a plazo por el cambio de portafolio. Consistentemente con lo anterior, también podría reflejar que los aumentos recientes de tasas pasivas no han sido suficientes para volver atractivos estos tipos de colocaciones.



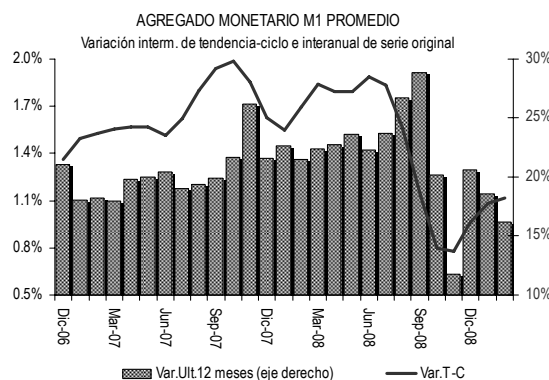
Como natural consecuencia de esta evolución de los distintos tipos de depósitos, el grado de liquidez se fue reduciendo sostenidamente entre mediados de 2007 y mediados de 2008, para posteriormente mostrar una sostenida tendencia creciente⁷.



⁷ El grado de liquidez de los depósitos se mide a través del cociente entre el saldo promedio mensual de los depósitos líquidos y el de los totales, entendiéndose por líquidos a los depósitos a la vista y las cajas de ahorro.

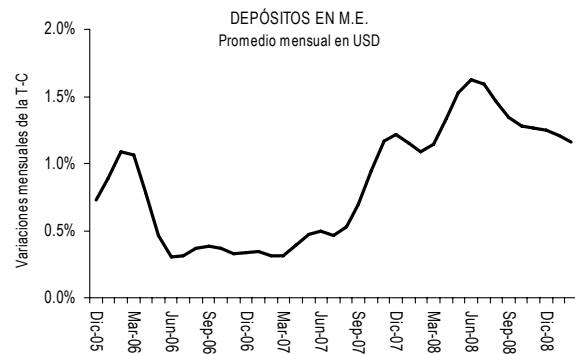
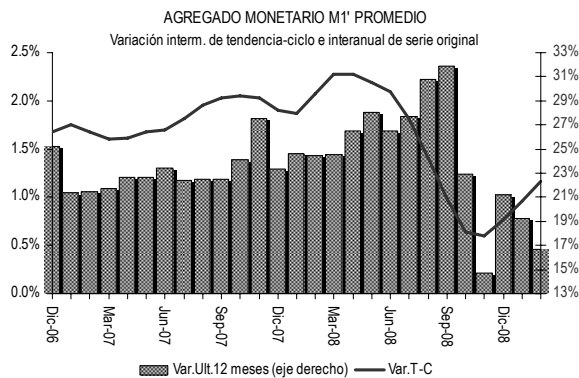
El cambio de portafolio de los agentes que se produjo en los últimos meses de 2008 también alcanzó a otros activos en moneda nacional, tal como se comenta en el apartado siguiente.

El aludido cambio de portafolio de activos también se manifestó en la evolución de los medios de pago medidos en términos nominales. Esta variable, medida a través del agregado M1, mostró una reducción en la variación mensual del componente tendencia-ciclo de 2% a mediados de 2008, a 0,8% en octubre y noviembre, recuperándose hasta 1% en los meses siguientes. Las variaciones interanuales de este agregado tuvieron un comportamiento similar, ya que pasaron de 28,9% en septiembre a 11,8% en noviembre, para luego recuperarse en diciembre y descender lentamente en los meses siguientes hasta ubicarse en 16,2% a febrero de 2009.



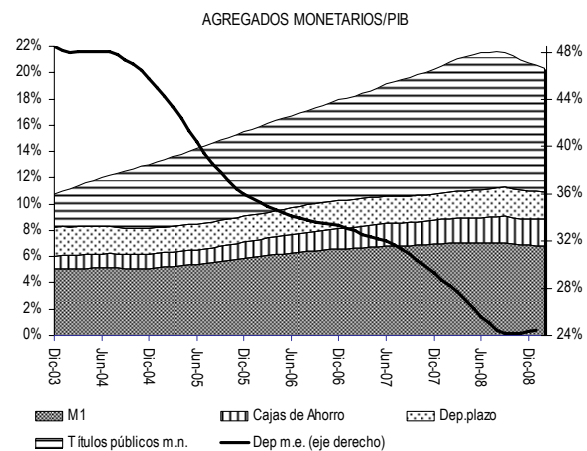
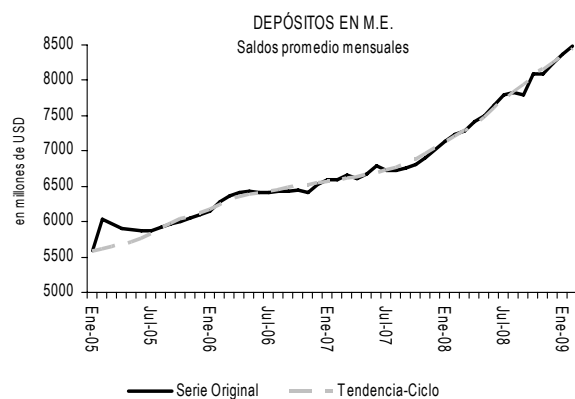
Debe notarse que la evolución que tienen los medios de pago guarda particular importancia, ya que la relación que en el largo plazo existe entre el dinero y los precios se sigue manteniendo, aún en regímenes monetarios que manejan tasas de interés como el vigente en Uruguay.

Complementando el diagnóstico anterior se observa que también en el caso del agregado M1¹, que además del circulante en poder del público y las colocaciones a la vista (instrumentos del M1) incluye a los depósitos en caja de ahorro, hay evidencia de una leve desaceleración a fines de 2008 que posteriormente se está revirtiendo.



El hecho de que los agentes se hayan desprendido, en algunos casos de manera transitoria, de los activos en moneda nacional, no implica necesariamente que 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 gran incertidumbre, los agentes estén adoptando conductas conservadoras en materia de gasto e invirtiendo en otros activos financieros denominados en moneda extranjera.

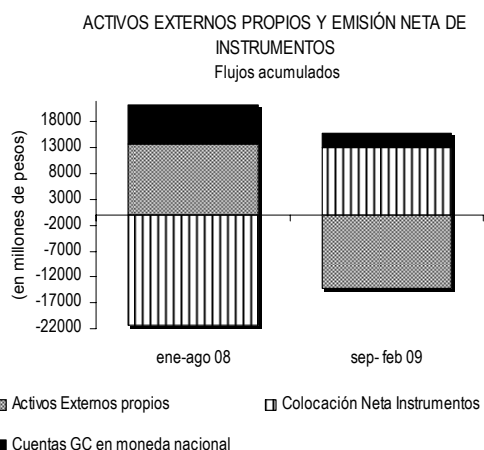
Al analizar los ratios que relacionan los distintos agregados y variables monetarias con el PIB, incluyendo la demanda por títulos del sector privado no bancario, se desprende que el contexto internacional adverso habría determinado una detención del proceso de desdolarización que venía experimentando la economía uruguaya con posterioridad a la crisis financiera de 2002. Debe subrayarse, sin embargo, que de la información disponible no se evidencia una total reversión de dicho proceso.



Producto de lo anterior, los depósitos en moneda extranjera de residentes, que en febrero alcanzaron un valor promedio de USD 8.491 millones, se ubican 17,3% por encima del nivel de un año atrás. La evolución del componente tendencia-ciclo, en particular la variación mensual, evidencian una clara aceleración del ritmo de crecimiento de estas colocaciones del sector privado que se profundiza en la segunda mitad de 2008 cuando el contexto internacional mostraba signos de claro deterioro.

2.3 El balance monetario del banco central

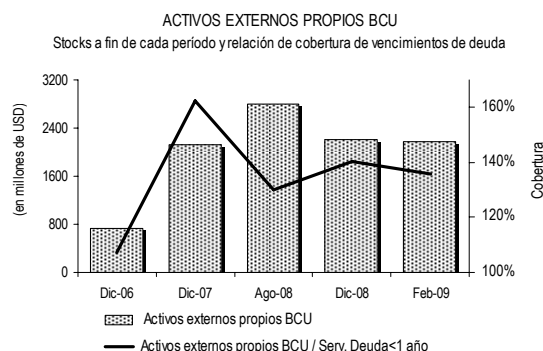
El quiebre en las tendencias del sector financiero externo de la economía uruguaya como consecuencia de la agudización de la crisis financiera internacional verificada en septiembre, así como las respuestas de política tuvieron su correlato en el balance monetario del Banco Central. Los impactos se dieron básicamente en la inflexión de la tendencia creciente que venían experimentando los activos externos líquidos y en la emisión neta de deuda denominada en moneda nacional.



En los primeros ocho meses de 2008, el BCU había colocado títulos (neto de amortizaciones) por un valor de \$ 21.337 millones, básicamente como contrapartida de una expansión de \$ 15.694 millones derivada de compras netas de divisas por USD 779 millones, las que tenían por objeto moderar la tendencia a la apreciación que experimentaba la moneda nacional y en menor magnitud, esterilizar la reducción de depósitos netos del Gobierno Central (\$ 7.643 millones). A partir de septiembre, la crisis financiera internacional indujo a un cambio de portafolio de los agentes privados, quienes trataron de deshacer posiciones en moneda local para colocarse en activos en dólares. Al igual de lo que sucedía en otros mercados, esto invirtió las tendencias en los mercados de títulos domésticos y cambiarios, originándose una presión concomitante a la reducción de precios de los títulos y al alza del tipo de cambio. En este nuevo escenario, el BCU, respaldado por el cómodo nivel en el que se ubicaban sus activos externos y con el objeto de emitir una señal de compromiso con la estabilidad, operó amortiguando dicha volatilidad, incluso a expensas de abandonar transitoriamente su compromiso con la tasa de referencia.

Esta estrategia implicó, por un lado, intervenciones directas en el mercado de cambios y, por otro, una operación de recompra de Letras de Regulación Monetaria que facilitó el cambio de portafolios. Así se quitó presión en el mercado secundario de títulos y en el mercado de cambios, ambos poco profundos. Como consecuencia de lo anterior el BCU logró que la moneda doméstica se depreciara respecto del dólar sin oscilaciones bruscas siguiendo las tendencias mundiales, frenando el brusco crecimiento que habían experimentado las tasas de interés de sus instrumentos. Lo anterior implicó ventas de divisas

por USD 691 millones en el último trimestre, lo que determinó que el año 2008 cerrara con un saldo de compras netas de USD 94 millones. Esta estrategia no puso en juego la fortaleza de su posición externa, tal como se analiza en el apartado correspondiente al Sector Externo.



Como depositario de los fondos del Gobierno Central, el aumento de los activos externos líquidos registrado a partir de diciembre reflejó básicamente el crédito obtenido de organismos multilaterales con la finalidad de fortalecer su posición en el entorno de la crisis internacional, con desembolsos que totalizan USD 800 millones en el período.

En el entorno de un mercado financiero internacional que se mantenía muy volátil, en los primeros días de 2009 el mercado doméstico recogió las señales de compromiso del BCU cuando el Comité de Política Monetaria decidió, el 12 de enero, retomar el control de la tasa de referencia e incrementarla a 10%. Este comportamiento se tradujo en un saldo reducido en la compra-venta de divisas y el retorno a la colocación neta positiva de Letras de Regulación Monetaria con reducciones concomitantes de las tasas de interés que se pagaban hacia fines de 2008, tal como se mencionó en el apartado anterior.

Con respecto a los pasivos monetarios, éstos culminaron 2008 con un incremento de \$ 9.240 millones respecto a diciembre de 2007, el que debe considerarse endógeno a las condiciones del mercado monetario, dado que, como se ha venido explicando, la política del BCU se concentró en sostener la tasa de política en los niveles comprometidos. Sin perjuicio de lo anterior, la utilización de disponibilidades del Gobierno Central por \$10.800 millones en el año y el déficit en moneda nacional del BCU por \$4.644 millones, determinaron que, para poder sostener la política monetaria, el BCU debió emitir en términos

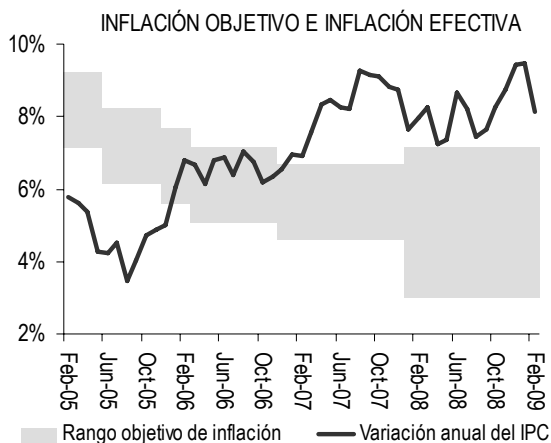
netos Letras de Regulación Monetaria en pesos y en UI por \$ 5071 millones en el año.

Asimismo, durante el primer bimestre del año 2009 se verificó una contracción -típicamente estacional- la que alcanzó a \$ 610 millones. La acumulación de disponibilidades en pesos por parte del Gobierno Central en el BCU por \$ 1.308 millones no llegó a compensar la expansión de pasivos por \$ 1.508 millones derivada de la compra neta de divisas del BCU por USD 72 millones, y por el déficit acumulado en pesos del BCU por \$906 millones. Nuevamente, tal como sucedió globalmente en el año 2008, para sostener la nueva tasa de política en 10% el banco debió recurrir a la colocación neta de instrumentos en pesos y UI por \$ 1.830 millones.

3 Evolución de los precios

3.1 Análisis de la inflación

El Índice de Precios del Consumo (IPC) creció 7.93% en el año culminado en febrero, manteniéndose sobre el rango objetivo definido por el Comité de Coordinación Macroeconómica, aunque en descenso con respecto a los meses previos.



En el primer bimestre el IPC creció 0,52%, 1,18% menos que en igual período del año anterior. No sólo se trató de una variación muy inferior a la que presentó este índice en los primeros meses de años anteriores sino que se produjo en un contexto de fuerte aumento en los precios de las frutas y verduras como consecuencia de la sequía.

Un importante rol en esta contención del crecimiento del IPC fue jugado en el corto plazo por medidas fiscales que redujeron o evitaron aumentos de los precios administrados, grupo que incluye a las tarifas

públicas, los servicios de salud mutual y colectiva y a los precios regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo (IMM). Sin tener una incidencia tan significativa, una serie de acuerdos de precios también permitieron quitar fuerza al crecimiento del IPC. El BCU entiende que los acuerdos de precios no pueden considerarse como medidas anti inflacionarias desde una óptica estructural, por lo que continúa focalizando su atención en el ámbito monetario y fiscal.

El equipo económico consideró a la política monetaria como el ancla fundamental del crecimiento del nivel general de precios de la economía y los movimientos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) tuvieron como objetivo lograr una reducción de la inflación. Tanto los acuerdos de precios, como la gran parte de las medidas que afectaron a los precios administrados y a la evolución del precio de frutas y verduras regirán por pocos meses, buscando una respuesta rápida del IPC. Téngase presente que los rezagos con que actúa la política monetaria hacen que la evolución de la TPM se refleje sólo gradualmente en los precios de la economía.

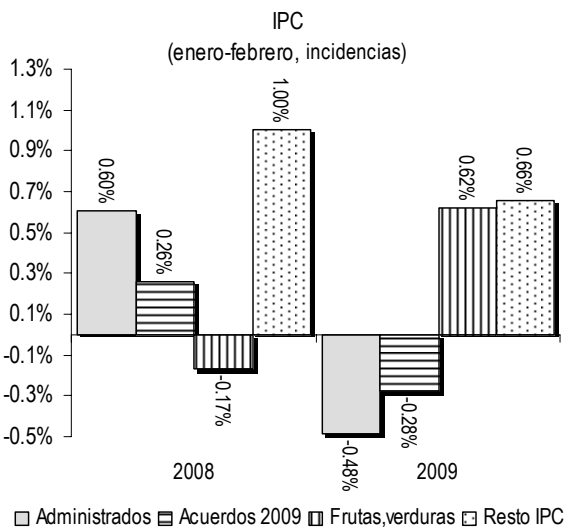
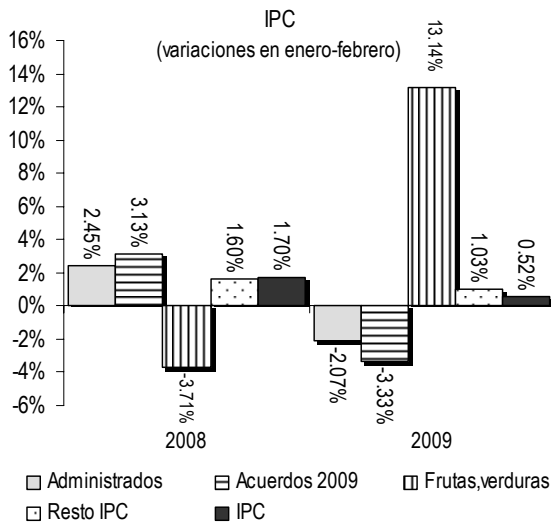
La caída del precio del petróleo redujo el costo fiscal del descenso de las tarifas públicas, posibilitando que el precio de los combustibles disminuyera 29% entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 y que el costo de abastecimiento de la demanda de energía eléctrica se redujese. Debido a esto último, los hogares tuvieron un aumento promedio de 2,3% en las tarifas eléctricas, comparado al 8,5% de un año atrás.

La cuota de los socios de las instituciones de asistencia médica colectiva no incluidos en el Fondo Nacional de Salud (FONASA) fue mantenida sin cambios, compensándose con recursos de Rentas Generales, lo cual contribuyó adicionalmente a aliviar presiones inflacionarias de corto plazo.

Algo similar ocurrió con el transporte, ya que la Intendencia Municipal de Montevideo dispuso una rebaja de 9,8% en las tarifas de taxímetro. El IPC de febrero recogió una parte de esa caída (3,47%) mientras que en el IPC de marzo se terminará recogiendo el resto. Asimismo se mantuvo el subsidio de Rentas Generales para el boleto urbano de pasajeros.

Medidas adicionales instrumentadas con la finalidad de reducir el porcentaje de inflación, consistieron en la facilitación de algunos procesos de importación de alimentos, reducciones tributarias y modificación de compras estatales a granel. También se realizó un

acuerdo de precios con los frigoríficos y con la Asociación de Supermercados del Uruguay.



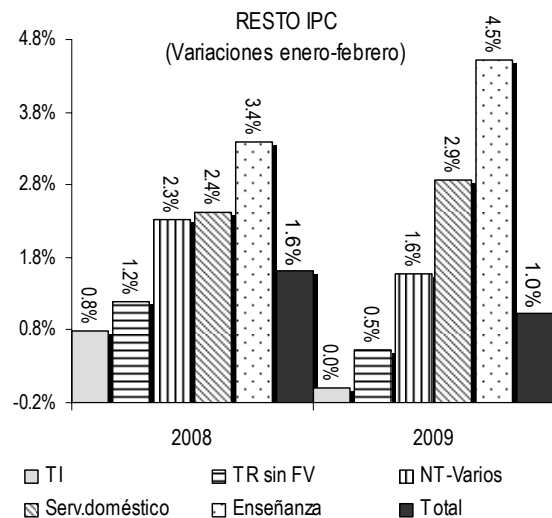
Es de destacar el descenso promedio de 0.92% registrado en el rubro de transables internacionales en el primer bimestre del año. La caída del tipo de cambio y de los precios internacionales, así como los acuerdos de precios con los frigoríficos explica esta caída. Este comportamiento de los bienes internacionalmente transables sugiere que las variaciones del tipo de cambio son el canal más rápido de transmisión de la política monetaria.

La evolución de los precios percibidos por los productores domésticos, recogida en el Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN), habría adelantado este comportamiento de los precios transables internacionales y permitiría concluir que su abaratamiento continuará en los próximos meses. En ese sentido, se destaca la reducción de 12,5% que entre octubre de 2008 y febrero de 2009 registraron

precios que habían sido fuertemente afectados por shocks de oferta. Se incluye en este grupo a los precios percibidos por los productores nacionales de alimentos, los cuales habían enfrentado fuertes aumentos de precios internacionales en 2007 y parte de 2008 (panes y cereales, aceites y grasas, carnes y derivados).

Si se excluye del IPC a los precios afectados por acuerdos o por medidas fiscales así como a los de frutas y verduras, se obtiene el índice "Resto del IPC" con una ponderación de 65% en el IPC global. También este grupo de precios creció menos en el primer bimestre de 2009 (1%) que en igual período del año anterior (1,6%) debido, fundamentalmente, a la evolución de precios de bienes transables internacionalmente (TI) como al grupo de bienes y servicios no transables (NT-Varios) (excluyendo precios administrados, servicios de enseñanza y el rubro Servicio Doméstico). Téngase presente que el grupo de bienes transables regionales incluidos en el Resto del IPC no incluye a las frutas y verduras (TR sin FV).

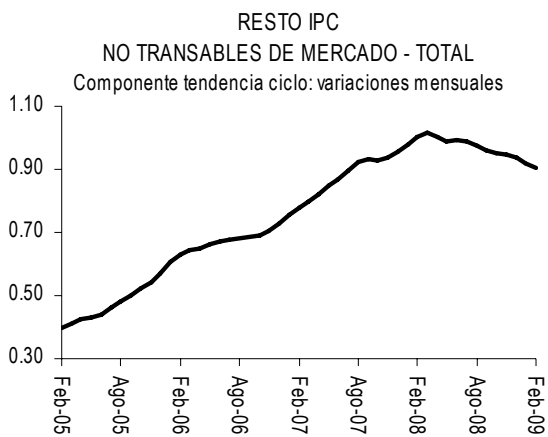
Entre los aumentos de precios incluidos en Resto del IPC se destacó el de los servicios de enseñanza. Este incremento tuvo un importante componente estacional.



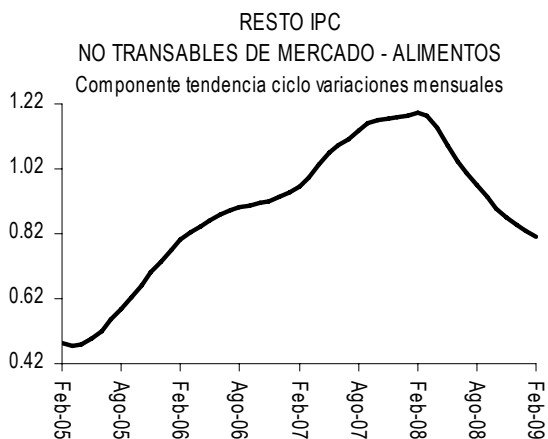
En un escenario internacional adverso como el que está enfrentando la economía uruguaya, es razonable esperar un encarecimiento relativo de los bienes y servicios transables en relación con los que no lo son. Por lo tanto, la caída en dólares de los precios no transables tendría que ser de mayor entidad que la caída de precios en dólares de los transables internacionales. Esta precisión es importante ya que si bien la mayoría de los agrupamientos de bienes y

servicios no transables presentan tendencias decrecientes en sus variaciones mensuales, el análisis de inflación subyacente presentado más adelante sugiere que la pérdida de fuerza de la inflación no transable ha sido insuficiente para consolidar la reducción del núcleo inflacionario de la economía uruguaya.

Los precios incluidos en “NT-varios” crecieron 0,7% menos en el primer bimestre de 2009 que en igual período de 2008. Sus tasas de variación mensual habrían mostrado una tendencia decreciente en los últimos meses.

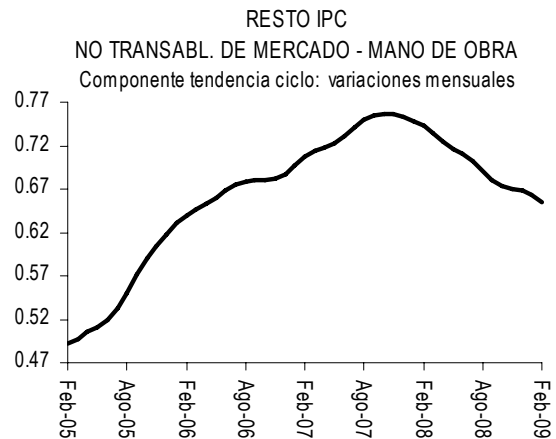


El comportamiento de los precios de los alimentos fue el principal determinante de este menor crecimiento del primer bimestre de 2009 de los incluidos en “NT-varios”. Téngase presente que un grupo importante de estos alimentos fue alcanzado por los aumentos de precios internacionales que afectaron las condiciones de oferta de los productores domésticos en 2007 y parte de 2008.



También se destaca la tendencia decreciente de los últimos meses de los bienes y servicios no transables en los que el factor trabajo tiene una participación

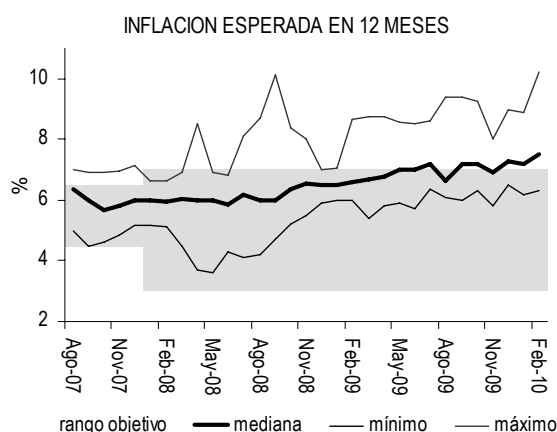
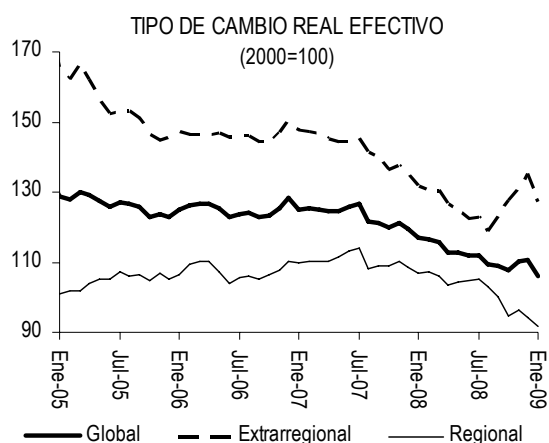
importante en los costos de producción. Sin embargo, es prematuro derivar conclusiones sobre el comportamiento del componente de tendencia, debido a los cambios de frecuencia de ajuste acordados en el marco de la negociación salarial, así como a la extensión de la última ronda de consejos de salarios, la cual puede tener influencia sobre el ritmo del traslado a precios, en función de los poderes de mercado que existan en los distintos sectores.



3.2 Precios relativos

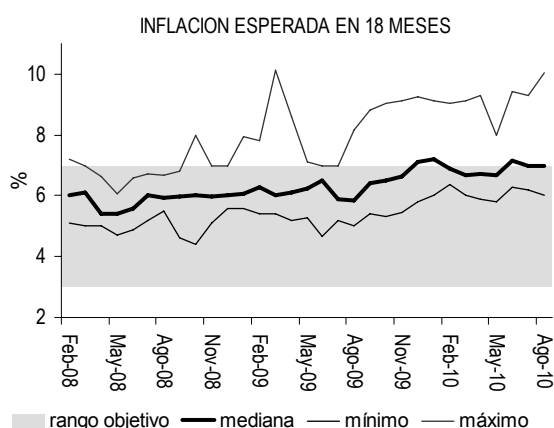
El indicador de tipo de cambio real efectivo mostró una caída de 3,1% entre septiembre de 2008 y enero de 2009, período en que se profundizó la crisis financiera internacional. Sin embargo, este descenso fue el resultado de dos tendencias muy diferentes, según se considere en los cálculos a los socios comerciales de la región o a los que no forman parte de la misma.

El índice de tipo de cambio real efectivo extrarregional mostró un incremento de 7,2% en el período mencionado. Se destaca que la apreciación del dólar en Uruguay (21,2%) fue mayor que la que se registró en igual período en los socios comerciales que Uruguay tiene en la zona euro (13,2%). En consecuencia, los precios expresados en dólares cayeron en mayor medida en nuestro país.



3.3 Expectativas de mercado

De acuerdo a la encuesta que efectúa el BCU entre los analistas formadores de opinión, las expectativas de inflación para el año culminado en agosto de 2010 –horizonte de 18 meses - mostraron una mediana de 7% y una media de 7,03%. Por tanto, en este horizonte considerado relevante para la implementación de la actual política monetaria, los analistas consultados consideraron que la inflación se ubicará en el techo de su rango objetivo (3%-7%) o levemente por encima del mismo. Si se tiene en cuenta la evolución de la mediana, estadístico que el BCU privilegia en sus análisis porque se ve menos afectado por los valores extremos que considera, se destaca la caída con respecto a los valores divulgados en enero y febrero.



Sin embargo, en un horizonte a doce meses, es decir, para el período comprendido entre marzo de 2009 y febrero de 2010, se observó un incremento de las expectativas de inflación entre los analistas consultados. Su mediana se ubicó en 7,50% mientras que su media llegó a 7,69%.

Varias razones pueden explicar la diferente evolución de las expectativas de inflación según el horizonte considerado. En particular, se puede haber tenido en cuenta los rezagos con que la política monetaria afecta la tasa de inflación, o que las presiones inflacionarias serían menos poderosas en 2010 que en 2009, por la menor entidad del crecimiento esperado de la economía uruguaya en este último año.

4 Balance de riesgos y la instancia de política monetaria

4.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias.

La batería de medidas tomadas en el mes de enero evitó que el IPC alcanzara el 10% en últimos doce meses. En efecto, los acuerdos de precios y las medidas fiscales tuvieron una incidencia relevante en la reducción de la inflación medida en los últimos doce meses cerrados a febrero, equivalente a 7,93%. En ese sentido el Banco Central evaluó los resultados como positivos dado que, de lo contrario, se hubiesen desencadenado mecanismos de indexación que hubieran complicado aún más la coyuntura inflacionaria y los esfuerzos por encauzar la evolución de los precios al rango meta comprometido por las autoridades. Esta situación le da espacio a las medidas monetarias que fueron tomadas en enero, pues requieren del paso del tiempo para actuar con efectividad.

Sin perjuicio de lo anterior, aún no se puede entender como consolidada una reducción del núcleo inflacionario de la economía uruguaya, entre otras cosas porque –como fuera señalado previamente- las

medidas usuales de inflación tendencial son difíciles de interpretar a la luz de acuerdos de precios que, de algún modo, modifican el cauce habitual de la formación de precios.

Otro aspecto evaluado como positivo ha sido la reducción de las expectativas de inflación del mercado, sea que se las mida mediante las encuestas realizadas a expertos o que se las mida por el premio que pagan los títulos en pesos que emite el propio Banco Central (Letras de Regulación Monetaria). Sin embargo, el importante avance conseguido en este terreno es aún incipiente, dado que en el horizonte de proyección las expectativas inflacionarias todavía se ubican en el techo del rango objetivo.

4.2 El escenario internacional y su impacto interno.

El escenario internacional sigue caracterizado por una elevada incertidumbre. Por una parte, las dificultades en el crecimiento global han obligado a los gobiernos de las economías centrales a tomar medidas monetarias y fiscales expansivas que intentan mitigar los impactos de la crisis financiera sobre las alicaídas demandas agregadas. Sin embargo, hasta ahora dichas medidas no han logrado revertir los valores negativos en las tasas de crecimiento, lo que está afectando la demanda mundial por los productos que Uruguay exporta.

El menor dinamismo externo explica la desaceleración en el crecimiento interno y permite esperar una menor presión inflacionaria doméstica para los próximos trimestres. Por otra parte, desde el punto de vista de las presiones inflacionarias externas sobre los precios domésticos, aún no están claros los impactos de dichas políticas dado que es difícil de predecir cuándo y en qué niveles se estabilizarán los precios de bienes y servicios, así como de las paridades cambiarias relevantes, fundamentalmente entre el dólar norteamericano y el resto de las monedas.

4.3 Escenario interno.

La desaceleración económica previsible debería modificar los fundamentos hacia un nivel más depreciado del tipo de cambio real efectivo en el horizonte de proyección, dado que en estas circunstancias se verificarían reducciones de la relación gasto/ingreso, de los términos de intercambio y eventualmente de la productividad de la mano de obra. Los ajustes de precios relativos a las nuevas

circunstancias posicionan de la mejor manera posible al sector real de la economía, dado que evitan desequilibrios que puedan agudizar la reducción de la demanda externa y sus impactos de corto plazo sobre el desempleo, a la vez que potencian una rápida reacción cuando la economía internacional tienda a normalizarse.

En ese sentido, la flexibilidad del régimen cambiario ha permitido que el ajuste de precios relativos se fuera procesando sin traumas para la competitividad de la economía, pero también sin presiones indebidas sobre la tasa de inflación doméstica. Con ese fin el Banco Central ha permitido que el peso uruguayo acompañara las tendencias internacionales pero ha intervenido para evitar movimientos bruscos e innecesarios, en una economía que todavía exhibe una alta dolarización.

Asimismo, el escenario de desaceleración hace prever un crecimiento modesto de la demanda real de dinero durante 2009, por lo que el Banco Central deberá cuidar que la evolución de la oferta de dinero resulte compatible con ese crecimiento y las metas de inflación. En ese marco es probable que se siga recurriendo a la emisión de Letras de Regulación Monetaria con el fin de regular adecuadamente la liquidez interbancaria para que sea consistentemente con la tasa de política.

4.4 La instancia de política monetaria.

En este contexto, el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay ha entendido conveniente mantener el sesgo contractivo de su política monetaria, dado que sería altamente riesgoso soslayar los impactos negativos que tendría un recrudecimiento de la inflación en el escenario actual. Sin perjuicio de lo anterior, tomando en consideración la reducción de la tasa de inflación que se experimentó en los últimos meses, se decidió una readecuación de la Tasa de Política Monetaria, la que pasó a ubicarse en 9%. Esta decisión implica mantener tasas reales positivas que reflejan la preocupación de la autoridad monetaria con relación a los riesgos inflacionarios en el complejo panorama actual.