



Departamento de Economía

**Comportamiento de los esquemas de metas de
inflación de Brasil y Uruguay**

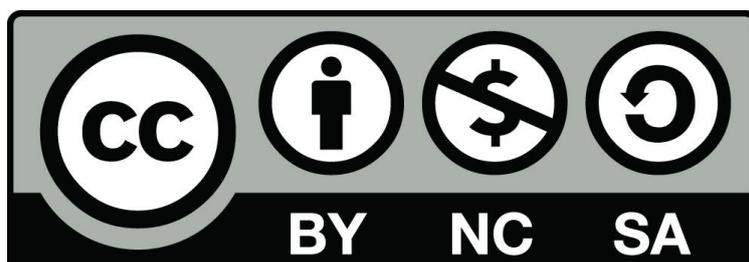
Tesis

Maestría en Economía Aplicada

Autor: Martin Grosvald

Tutor: Hernán Ruffo

Junio de 2017



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/).

-  **Reconocimiento:** En cualquier explotación de la obra autorizada por la licencia se debe reconocer la autoría.
-  **No Comercial:** La explotación de la obra queda limitada a usos no comerciales.
-  **Compartir igual:** La explotación autorizada incluye la creación de obras derivadas siempre que mantengan esta misma licencia al ser divulgadas.

Agradecimientos

A Viviana, Guillermo, Gabriel, Mara y Luciana: mi familia, el sostén de todas mis decisiones importantes.

A María Fernanda, compañera de vida y el combustible para poder cumplir mis sueños.

Resumen

El presente documento es un relevamiento bibliográfico de los diferentes trabajos que analizaron el comportamiento de los regímenes de metas de inflación de Brasil y Uruguay. Países muy diferentes, pero que se relacionan fuertemente. Se realizó el análisis hasta el año 2015 inclusive, momento en el cual Brasil se alejó del rango objetivo de inflación luego de diez años de cumplimiento, y el Gobierno, recientemente electo, intentó implementar una serie de cambios en su política fiscal con efectos en el nivel de actividad, empleo, crecimiento y tipo de cambio que, como es habitual, exportó a la región.

Se trató de rescatar las principales líneas de análisis para estos dos casos que tienen una historia de más de 10 años. Se pretendió dar una síntesis que permita discutir el uso de regímenes de metas de inflación en estos países, como así también en los restantes Estados Parte del MERCOSUR que iniciaron este camino: Paraguay en 2011 y Argentina 2016.

Las principales resultados demuestran que los regímenes de metas de inflación implementados en Brasil y Uruguay por sí solos no alcanzaron para lograr bajos niveles de inflación sostenidos en el tiempo. Es necesario perfeccionarlos para poder avanzar en regímenes acordes a países en desarrollo. Para ello, es menester poder diferenciar las causas endógenas en cada caso; sostener políticas macroprudenciales; ser conscientes de la importancia que tiene la reputación de las instituciones (en particular los Bancos Centrales) para la credibilidad de la política económica, monetaria y fiscal; la necesidad de diseñar herramientas complementarias con objetivos claros y transparentes capaces de controlar los shocks externos.

Por último, se requiere de políticas de Gobierno orientadas a generar valor agregado e inversiones en industrias basadas en el conocimiento y/o innovación que permitan independizarse de la variación de los precios de los commodities.

Palabras clave: metas, inflación, Uruguay, Brasil

Tabla de contenidos

Agradecimientos.....	3
Tabla de contenidos.....	5
1. Introducción.....	6
2. Revisión de la literatura	6
2.1. Método.....	6
2.2. Brasil.....	6
2.2.1. Periodo 1999-2000	7
2.2.2. Periodo 2001-2003	7
2.2.3. Periodo 2004-2014	8
2.2.4. Periodo 2015 - 2016	14
2.3. Uruguay	15
2.3.1. Periodo 1999 a 2003	15
2.3.2. Periodo 2004 a 2006	16
2.3.3. Periodo 2007 a 2010	18
2.3.4. Periodo 2011 a 2016	22
3. Resultados.....	28
3.1. Diferencias de ambos modelos	29
3.1.1. Inicio e implementación.....	29
3.1.2. Respuesta a crisis 2008-2009 y cambios en 2015.....	31
3.1.3. Nivel de cumplimiento, adaptaciones del régimen de MI y especificidades de las expectativas para cada caso.....	32
3.2. Similitudes de ambos modelos	33
3.2.1. Implementación de herramientas monetarias heterodoxas.....	33
3.2.2. Restricción a afectar las variables consumo y empleo. Implementación de políticas contracíclicas y situación fiscal de los países	34
3.2.3. Problemas de productividad y competitividad, efectos sobre tensiones en el tipo de cambio.....	35
3.3. Derivaciones	36
4. Conclusiones	37
5. Apéndice de gráficos	42

1. Introducción

Luego de las elecciones de 2014 en Brasil se llevó adelante un brusco cambio en la política económica que tuvo como objetivo adaptar la situación al nuevo escenario caracterizado no solo por una eventual suba de tasas de interés a largo plazo de los bonos de la Reserva Federal de EEUU, sino también por el estancamiento del comercio internacional, la caída del crecimiento de los principales países demandantes de productos brasileños, el deterioro fiscal y la disminución de los precios de los productos más relevantes exportados por el país.

A partir de esta coyuntura es que se realizó el presente trabajo de relevamiento bibliográfico que tiene por objeto evaluar y sintetizar el comportamiento del régimen de metas de inflación de Brasil y el de algún otro país fuertemente vinculado con esquemas de metas de inflación en la región como es el caso de Uruguay.

Las preguntas a responder eran: ¿Fueron capaces los regímenes de metas de inflación de Brasil y Uruguay en controlar los efectos del cambio de la política económica del gobierno brasileño y los elementos previamente enunciados? ¿Qué régimen fue más efectivo para garantizar el control de sus metas en este contexto?

En primer lugar, se analizó el comportamiento de los regímenes de Brasil y Uruguay desde su implementación (1999 y 2002 respectivamente). A partir de ello, se realizó un análisis descriptivo del periodo comparando metas establecidas previamente para cada uno de los regímenes y los resultados generados. Finalmente, se efectúan las conclusiones.

2. Revisión de la literatura

2.1. Método

Para poder analizar el comportamiento de los regímenes de metas de inflación de Brasil y Uruguay se realizó un análisis a lo largo del periodo de utilización de los mismos haciendo recortes temporales que dependerán del cumplimiento o no de los objetivos de las respectivas autoridades monetarias. Se contemplará como cumplido si el índice de precios se encuentra dentro de las bandas. A partir de la bibliografía existente y los informes de dichas autoridades, se resaltaron las decisiones que expliquen los resultados logrados.

2.2. Brasil

Brasil es el caso de una rápida y completa implementación de metas de inflación según los requisitos que la teoría contempla (Mishkin, 2000) (Corbo & Schmidt-Hebbel, 2001).

La autoridad establecida fue el Consejo Monetario Nacional conformado por el Ministerio de Finanzas, el Ministerio de Planeamiento y el Presidente del Banco Central de Brasil (BCB), que establece un horizonte de meta de inflación a 3 años en el mes de junio. El ancla es el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) y el instrumento de política monetaria es la tasa de crédito interbancaria denominada SELIC, establecida por el Comité de Política Monetaria (COPOM), integrado por el Presidente y los Directores del BCB (Banco Central de Brasil, 2016). En cuanto a la política monetaria, se estableció un tipo de cambio flotante sin especificar ningún derecho de intervención específica. De hecho, se evitó reconocer la existencia de las operaciones del Banco Central en el mercado de tipo de cambio.

Para analizar el caso de Brasil dividiremos el periodo de utilización de metas de inflación en cuatro periodos: (i) 1999 - 2000 periodo de implementación donde se cumplieron las metas de inflación; (ii) 2001 - 2003 donde no se logró cumplir con lo pre establecido; (iii) 2004 - 2014 periodo en el cual se logró mantener la inflación dentro de las bandas y (iv) 2015 - 2016, periodo en el cual la inflación duplicó la meta de inflación y no logró mantenerse dentro de los márgenes establecidos (Ver Gráfico 1.A).

2.2.1. Periodo 1999-2000

Brasil había sostenido desde 1994 un tipo de cambio fijo en el marco del Plan Real, el cual abandonó en enero de 1999 por la imposibilidad de mantener el tipo de cambio anclado al dólar luego de la crisis de Asia y Rusia de 1997 y 1998 (Ver Gráfico 4).

Las metas de inflación previstas para 1999, 2000 y 2001 fueron establecidas en 8, 6 y 4 respectivamente con bandas de 2 puntos. Durante los primeros dos años se logró el cumplimiento de las metas en conjunto con una devaluación de la moneda y la tasa SELIC en niveles superiores al 15 % durante esos dos años (llegando a 45%), pero en 2001 la inflación se elevó a 7,9% y en 2002 a 12,53%, lo cual duplicaba lo pre establecido.

2.2.2. Periodo 2001-2003

Los efectos exógenos vinculados a la crisis argentina y el ataque terrorista a EEUU fueron los argumento que tanto académicos y la autoridad monetaria detectaron para explicar el incumplimiento de los objetivos fijados en 2001. La autoridad monetaria atribuyó que el aumento de precios estaba incidido mayormente por la depreciación del Real y no por un aumento real de precios, por lo cual, tomó como medidas incrementar la tasa SELIC, los requisitos de reservas y realizar intervenciones esporádicas en el mercado de cambio, las cuales se convirtieron en intervenciones más habituales hacia fines de año (Chang, 2007). Esta situación se vio atenuada por la inyección de liquidez implementada por la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) para evitar una crisis financiera global (García, 2007). De alguna manera, el incipiente régimen de metas de inflación no fue capaz de contener estos impactos.

En 2002, periodo en el cual los flujos de capitales se focalizaban en opciones de inversión de calidad (García, 2007) y se retiraban de los países en desarrollo, el factor

vinculado a las elecciones presidenciales y las posibilidades de que Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) fuera el presidente influyeron negativamente en la confianza de los inversores. Estas expectativas, generaron una salida considerable de capitales, la cual tuvo como resultado una fuerte depreciación del Real. En consecuencia, el Comité de Política Monetaria determinó modificar las metas de inflación para 2003 y 2004 elevándolas a 8.5 y 5.5 respectivamente desde los 4 y 3.75 previsto, incrementó el rango de tolerancia inflacionaria medio punto porcentual, llevándolo de manera transitoria del 2% al 2,5% (2003-2005) (Abeles & Borzel, 2010), la SELIC fue llevada por encima de los 20 puntos desde los 18, tasa establecida para la primera parte del año. Asimismo, y esto no fue anunciado tan expresamente, se incrementó la intervención en el mercado de tipo de cambio a través de varios mecanismos que generaron la venta de 9.100 millones de dólares, casi un 20 % de las reservas disponibles.

Durante 2003, se incrementó aún más y se sostuvo el nivel de la tasa de interés llegando a 26% durante los meses de febrero a julio (Ver Gráfico 1.A). Junto con la apreciación del Real (Ver Gráfico 4), la inflación comenzó a disminuir con respecto al año 2002 desde mediados de año, marcando 9,30 p.p., pero superando la meta establecida para el periodo.

2.2.3. Periodo 2004-2014

La estabilidad política, la disciplina monetaria y la gestión fiscal del gobierno del Presidente Lula Da Silva hicieron que se recobrara la confianza en la economía. En 2004 se detectó un incremento en los índices de actividad industrial, PBI, exportaciones y superávit de la cuenta corriente del 1,9% del PBI (Chang, 2007). Parte de la recuperación de la confianza fue atribuida por los autores a la postura del gobierno en reafirmar la independencia del Banco Central, que si bien había iniciado los primeros meses del año con una reducción de la SELIC, retomó el incremento de la tasa en abril tras detectar expectativas de inflación. La llegada de nuevas inversiones tras la vuelta de la caída del riesgo país en los países emergentes provocó una apreciación de la moneda (Ver Gráfico 4) y la implementación de un programa de reconstrucción de reservas internacionales (Ver Gráfico 2.A).

La intención de estos programas de generación de reservas era aprovechar el contexto y evitar futuros problemas exógenos vinculados a la vulnerabilidad a los shocks de los flujos de capital a los que Brasil se encontraba expuesto. Las intervenciones en el mercado de tipo de cambio fueron reconocidos como parte de la política monetaria.

Las altas tasas de interés sostuvieron también la actividad y disminuyeron la inflación de manera anual, llegando a 3,14% en 2006, con fuertes ingresos de capital extranjero y una sostenida apreciación del tipo de cambio (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013). En respuesta a la caída de la inflación, el Banco Central se embarcó en una sucesiva reducción de la tasa SELIC desde el 18% en enero de 2006 a un 11,25% a septiembre de 2007 (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013). Lo cual fue acompañado por un incremento de la inflación a partir del segundo semestre del 2007 (Ver Gráfico 1.A). A pesar de la baja de la tasa SELIC, la apreciación continuó (Ver Gráfico 4), demostrando el

insignificante efecto del instrumento en el tipo de cambio. Como resultado, el Banco Central continuó con el programa de acumulación de reservas internacionales (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013).

El Gobierno implementó en 2007 los créditos direccionados del BNDES para la producción. Estos subsidios al crédito expandieron fuertemente la inversión en los sectores de interés para las autoridades gubernamentales. Si bien los riesgos asociados al contexto internacional y las presiones inflacionarias eran una realidad, el BC consideró necesario apoyar el nivel de actividad y no implementar una política monetaria aún más contractiva (se mantuvo la tasa SELIC en 11,25%), ya que se contaban con un acompañamiento del mercado, según los informes de expectativas (Banco Central de Brasil, 2007).

La fuerte actividad que superó el 6% para el tercer cuarto de 2008, llevó a las autoridades monetarias a volver a tocar la tasa SELIC y llevarla a 13,75% en septiembre de dicho año e implementar impuestos a las compras extranjeras de corto plazo (aplicados entre marzo y octubre de 2008) (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013).

La crisis del Lehman encontró a Brasil en el medio de un proceso de sobrecalentamiento direccionado monetariamente (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013). Con este suceso, se frenó de golpe el ingreso de capitales generando una devaluación del 20% de la moneda brasileña (ver Gráfico 4), llevando a las autoridades del Banco Central de Brasil a impulsar medidas para incrementar la liquidez de divisas: venta de reservas internacionales (de septiembre de 2008 a febrero de 2009 se vendieron el equivalente al 13% de dichas reservas), el anuncio para usar swaps de moneda extranjera por un cuarto de sus reservas internacionales (finalmente se usaron USD 12.000 millones en lugar de USD 50.000 millones).

Para fines del 2008, se había diluido la incertidumbre en el mercado de cambio. De hecho, la disminución de la tasa de interés no se produjo por precaución, sino más bien, para no dar señales contradictorias en términos de política inflacionaria en el marco de ciertos riesgos aún existentes como el nivel de actividad y la devaluación del Real que se había generado (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013). En términos de política monetaria interna, se redujeron los requisitos de reservas y llevaron adelante ciertas ayudas para extender la madurez de los préstamos en el sistema bancario para sostener los niveles de actividad.

Gradualmente se fue reduciendo la SELIC desde 13,75% a principios de 2009 a 8,75% en julio del mismo año. Vale rescatar que el Banco Central fue complementado por una importante expansión de la banca pública del 6% en su participación en el mercado de créditos para el mes de junio de 2009 en comparación con agosto de 2008 (Céspedes, Chang, & Velasco, 2013).

El crecimiento del PIB durante el 2010 resultó 8.4% en los primeros tres trimestres del año en términos interanuales (Banco Central de Brasil, 2010). La absorción interna, liderada por el consumo, estaba creciendo a tasas por encima del 12% anualizada, muy

superior a la capacidad de oferta de la economía brasilera. Esta divergencia presionaba a las cuentas externas y al aumento de la inflación (Banco Central del Uruguay, 2010). Dicha situación se dio en la mayoría de las economías en desarrollo, las cuales fueron las impulsoras de la recuperación a partir del consumo interno y el desarrollo de sus exportaciones como resultado de los buenos precios internacionales de los commodities.

En ese sentido, se tomaron medidas tendientes a frenar la absorción, desestimulando el consumo a la vez que se siguió alentando la inversión a través de las líneas de crédito del BNDES (ver Gráfico 7) para la adquisición de bienes de capital, infraestructura, equipamiento de pequeñas empresas, en paralelo con el aumento en el otorgamiento de créditos hipotecarios (Banco Central de Brasil, 2010). Mientras se mantuvo la tasa SELIC en 10.75%, se aumentaron los encajes para retirar liquidez de la economía y se exigió a los bancos mayores provisiones de capital para conceder préstamos al consumo, lo que encareció esa línea de crédito (Banco Central del Uruguay, 2010).

En el transcurso del 2010, la cuenta corriente se fue volviendo progresivamente más deficitaria como resultado de las dificultades de los principales socios comerciales (Banco Central de Brasil, 2010). El déficit de la cuenta corriente se ubicó en 2.4% del PIB en los doce meses cerrados a octubre. La inversión extranjera directa ascendió a 1.8% del PIB por lo que las necesidades de financiamiento disminuyeron a 0.6% del PIB. Los ingresos de capitales en concepto de Inversión Extranjera Directa (IED) se incrementaron sustancialmente (53.8% entre enero y octubre del 2010 con respecto a igual período del año anterior). En octubre aumentó 5.4% respecto al mes anterior, lo que evidencia que los capitales continuaban fluyendo a la economía brasilera. La afluencia de capitales contribuyó a apreciar el Real (3% en 2010). Se tomaron medidas intentando suavizar esta tendencia, como la de elevar la tasa de impuestos a los movimientos de capitales externos de corto plazo, e intervenir sistemáticamente en el mercado de cambios adquiriendo divisas (Banco Central del Uruguay, 2010).

En síntesis, Brasil cerró 2010 con un crecimiento muy superior a su potencial y un aumento de las presiones inflacionarias (Banco Central del Uruguay, 2010).

El año 2011 estuvo caracterizado por un escenario económico internacional que fue deteriorándose en magnitudes importante y de manera general en los principales bloques económicos. Esto a su vez, generó riesgos importantes vinculados a las condiciones al financiamiento, los cuales influyeron en las expectativas de los empresarios y consumidores de Brasil (Banco Central de Brasil, 2011).

Brasil logró mantener el nivel de actividad a partir del consumo interno impulsado por el crédito, de todas formas, a partir del tercer trimestre se percibió una moderación, la cual también fue influenciada por el canal de las expectativas de los actores al no comprobar una recuperación de los mercados y el financiamiento externo. Más allá de ello, la prudencia de la macroeconomía se sostenía en niveles aceptables logrando las metas fiscales (Banco Central de Brasil, 2011) (ver Gráfico 8.A).

Vale resaltar la instrumentación de la segunda etapa del Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) creado en 2007 y, que en esta oportunidad, fue ampliado en montos y extensión de municipios incluidos (Ministerio de Planeamiento).

La política de acumulación de reservas se llevó adelante logrando un aumento de 63.500 millones de dólares en los primeros once meses del año y completando un aumento del stock de reservas de un 18% en el mes de diciembre (ver Cuadro 2.A).

Luego de una trayectoria declinante de la inflación hasta el mes de agosto, tuvo un incremento hacia el final del año impulsado por los precios monitoreados y los alimentos en un marco de devaluación del Real. Estos elementos iniciaron los riesgos de presión inflacionaria a corto plazo, pero con serias posibilidades de disminución a mediano plazo en la medida que los niveles de actividad de los países desarrollados siguieran siendo moderados.

En este sentido, el COPOM advirtió la necesidad de generar cautela en el uso de subsidios a los créditos en virtud del costo fiscal que implicaban (Banco Central de Brasil, 2011).

Finalmente, en los últimos meses del año 2011, el COPOM propuso una baja de la tasa SELIC a 11% para acompañar los niveles de actividad, de expansión de la economía local y de restricción global luego de haberlas sostenido en el pico de 12,5 en el mes de agosto. Bajo este contexto la inflación terminó con una tasa de 6,3 %, sobre el límite de la banda superior.

Frente al contexto externo cada vez más frágil, el nivel de actividad de Brasil en 2012 estuvo fuertemente impulsado por la demanda doméstica con un consumo de las familias estimulado por la expansión moderada del crédito y la generación de empleos. A partir de la segunda parte del año, se empezaron a mostrar las reacciones a los estímulos introducidos en la economía (Banco Central de Brasil, 2012).

Asimismo, el superávit comercial se achicó como resultado del deterioro de las condiciones externas para ubicar las exportaciones.

La tasa SELIC se redujo a lo largo del año en varias ocasiones hasta llegar al 7,25 en el mes de octubre. A pesar de ello, la inversión extranjera de mediano y largo plazo se mantuvo, cubriendo el déficit de las transacciones corrientes de la balanza de pagos. A pesar de la retracción nominal de los ingresos líquidos de las inversiones extranjeras directas en los 11 primeros meses de 2012, en relación con el mismo periodo de 2011, la caída fue inferior a los promedios a escala mundial, siendo Brasil uno de los mayores receptores mundiales de flujos de inversión (Banco Central de Brasil, 2012).

La inflación se mostró al alza desde julio sin llegar nunca a superar los aumentos del 2011. El año terminó con un 5,69% de inflación, sosteniéndose por encima de la meta, pero cómodamente por debajo del margen superior de tolerancia. Vale aclarar que los precios de los alimentos tuvieron una importante alza y los precios regulados, por otro lado, fueron los que menos aumentaron (Banco Central de Brasil, 2012).

Es importante remarcar un proceso que comenzó en julio de 2011 cuando el Real tocó su piso cercano a los R 1,55 en el tipo de cambio: se mantuvo la devaluación sostenida de la moneda con respecto al dólar. Si bien tuvo una cierta estabilidad durante la segunda parte del 2012 hasta el primer semestre de 2013, la tendencia se sostuvo durante los 3 años posteriores, beneficiando de cierto modo a la comercialización de los bienes de mayor peso en la oferta brasileña (ver Gráfico 4).

Paralelamente, el stock de reservas internacionales se mantuvo en 4,8 superior que la deuda externa, y en valores históricamente altos (ver Gráfico 2.A), siendo un indicador de la solidez de la posición externa brasileña (Banco Central de Brasil, 2012).

El crecimiento moderado de la actividad económica durante todo el año, junto con medidas de reducción de impuestos adoptadas en los últimos meses, dificultaron los ingresos fiscales. La deuda neta, favorecido por la baja de la tasas de interés, siguió una tendencia a la baja. Según las autoridades monetarias del Banco Central, este es un punto que debía ser observado, como la necesidad de moderar el aumento de los sueldos, haciendo hincapié en el área de servicio, ante un escenario de cierta ociosidad internacional y baja productividad local para evitar desajustes a futuro (Banco Central de Brasil, 2012) (ver Gráfico 8.A).

El año 2013 demostró cierto reacomodamiento de los precios de los commodities, apreciación del dólar (ver Gráfico 4) y una recuperación de las economías desarrolladas, en particular, las que tienen lazos comerciales con Brasil. Con lo cual se empezaban a dar las señales de buenas perspectivas para el crecimiento de la economía local.

En términos de inflación, la misma se ubicó por encima de la meta de 4,5%, pero por debajo del límite superior: 5,76%. Sin embargo, se detectaron ciertos elementos de riesgo para las perspectivas inflacionarias que fueron destacadas por la autoridad monetaria. Frente a este contexto, se fueron dando distintos aumentos de la tasa SELIC a lo largo del año hasta ubicarla en 10 pp. en el último mes del año.

La autoridad monetaria volvió a poner acento en la necesidad de que "en momentos como el actual, la política monetaria debe permanecer atenta, con el fin de minimizar los riesgos de que los altos niveles de inflación, que se han observado en los últimos doce meses, persisten en el horizonte temporal relevante para la política monetaria", al mismo tiempo, el Comité consideró que la transmisión de los efectos de las acciones de política monetaria sobre la inflación estaba "ocurriendo con cierto rezago" (Banco Central de Brasil, 2013).

Vale aclarar que los trabajos llevados a cabo para los dos grandes mega eventos deportivos a desarrollarse en 2014 (Mundial de Fútbol) y 2016 (Juegos Olímpicos) fueron objeto de análisis del Banco Central del Brasil, obteniendo como resultados que los mismos podrían tener efectos levemente inflacionarios (Banco Central de Brasil, 2013).

En 2014, el PBI tuvo un crecimiento bastante más bajo de lo esperado e incluso comparado con el 2013, alcanzando un 0,5% (ver Gráfico 3.A).

El déficit fiscal primario en 2014 demostró el fuerte deterioro de las cuentas (ver Gráfico 8.A), el cual estaría explicado por la restricción que le daba la inversión para sostener los niveles de actividad.

Con la recuperación lenta pero constantes de los mercados desarrollados y la devaluación del Real, la actividad económica impulsada por la demanda se inició a partir del segundo semestre del 2014. Se vio un crecimiento más moderado del consumo, en detrimento de un aumento más importante de la inversión, permitiendo cierto optimismo de las autoridades sobre el mediano plazo para el desarrollo potencial (Banco Central de Brasil, 2014). A pesar de lo cual, siguieron remarcando la necesidad de reducir los incentivos al crédito para garantizar la exposición de los bancos y evitar desbalances de los consumos de las familias.

La tasa de la SELIC mantuvo una tendencia ascendente llegado a fines del 2014 a los 11,75 %. Para el COPOM, los niveles de inflación se encontraban elevados como resultado de dos procesos importantes de ajuste de precios relativos en la economía: los precios domésticos en relación a los internacionales y el realineamiento entre los precios administrados en relación con los libres. En dicho sentido, el COPOM abalaba que esos reajustes se comiencen a dar, pero combinados con la presión de los costos salariales, la evidencia de los estímulos fiscales en la composición de la demanda agregada, generó que el balance de los riesgos de inflación sean cada vez más preocupantes.

La complejidad estaba en incentivar la mejora de la competitividad a nivel mundial de las empresas locales frente a niveles de inflación crecientes y la situación compleja del mercado internacional, donde el aumento de las importaciones en Brasil favorecía por un lado a la disminución de los precios de la economía, pero complicaba la capacidad de mantener niveles de renta capaces de desarrollar a las empresas locales que no logran adaptarse a la complejidad de la coyuntura.

La inflación finalizó el año con un 6,41%, si bien se ubicó dentro del rango, mantuvo niveles más altos de lo previsto, y lo que era más grave para el Banco Central, las expectativas empezaban a contemplar los niveles de inflación pasadas y no solo las futuras, generando presiones sobre la tasa de inflación objetivo en el futuro. En resumidas cuentas, se detectaba una baja confianza del público, pero por sobre todo de las empresas sobre las posibilidades de una baja de la inflación a los niveles deseados por las autoridades, generando cautela para evitar una caída de la renta de las empresas (Banco Central de Brasil, 2014).

Vale aclarar que el 2014 fue un año electoral, donde la candidata oficialista lograría su reelección en el mes de octubre. En este sentido es entendible, desde una visión política, cierta dominancia fiscal con el objeto de mantener niveles de actividad y gasto público

lo más elevados posibles, en el marco de cierta prudencia por parte del sector privado para sostener los niveles de inversión.

2.2.4. Periodo 2015 - 2016

En 2015, las presiones que sufría la economía local por el contexto internacional, en un periodo en el cual la aversión al riesgo pasaba a ser un elemento cada vez más importante para las firmas como resultado de que las economías más desarrolladas (con foco en EEUU) demostraban niveles de recuperación incipientes, pero sólidos. Paralelamente, la situación macroeconómica del país estaba siendo impulsada por varios periodos de políticas contracíclicas y altos niveles de inflación, es decir, con una cierta dominancia fiscal. Este contexto generaba mayores niveles de volatilidad y presión, tanto sobre los precios, como sobre las cuentas del sector público.

Una vez electo el gobierno, tomó nota de estas situaciones. En primer lugar, la Presidenta sustituyó al Ministro de Economía, que estuvo en el cargo durante 11 años y dos presidentes, por Joaquim Levy, de corte técnico y no tan político. La nueva gestión delineó una serie de medidas tendientes a reducir el déficit fiscal y recuperar la senda de crecimiento sustentable frente al nuevo contexto internacional.

La reducción del gasto fiscal, repercutió en una caída del empleo, de la actividad y del crédito. Dichas situaciones dispararon innumerables críticas en el seno de la coalición de partidos del Gobierno, pero también en la opinión pública, dificultando el proceso, pero por sobre todo, generando grados de volatilidad mayor en los mercados como resultado de la desconfianza por parte de las firmas y las restricciones para imponer los cambios requeridos.

En Brasil, la actividad económica continuó contrayéndose. Las necesidades de financiamiento para cubrir el déficit financiero del sector público para 2015 alcanzó 10.22 % (Gráfico 8) del PIB y la inflación se ubicó en los niveles más altos de la última década (10.5% en noviembre) con un fuerte impacto por parte de los aumentos de los alimentos (precios libres) y la energía (precios administrados). Vale recordar que los efectos del clima (El niño) generaron graves problemas en la producción de alimentos y energía eléctrica (Banco Central de Brasil, 2015).

Asimismo, la devaluación del 47% del Real repercutió negativamente sobre las presiones inflacionarias (Banco Central de Brasil, 2016).

Todo este panorama, sumado a las dificultades para implementar reformas, derivó a que la calificadora Fitch acompañara, a partir de diciembre, a S&P en la reducción de la calificación de la deuda brasileña por debajo del grado inversor. En este marco, la fuerte depreciación del Real y el aumento del costo de financiamiento brasileño fueron superiores a los observados en el resto de los emergentes (Banco Central del Uruguay, 2015), dificultando aún más el nivel de crecimiento.

Durante este año, la tasa de la SELIC siguió aumentando hasta llegar a 14,25 % para los últimos dos trimestres del 2015.

El mal resultado de las medidas económicas y el paupérrimo apoyo político/social (expectativas) terminaron con el cambio del Ministro de Economía y su reemplazo por el de Planificación, Presupuesto y Gestión. A lo cual, algunos meses luego se sumará el juicio político a la Presidente electa y a varios actores del Parlamento, sosteniendo un marco de inestabilidad hasta principios de 2017, con la correspondiente situación económica.

2.3. Uruguay

Como destacan (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006) Uruguay ha sido un país con niveles de inflación "alta" o "moderadamente alta" desde mediados del siglo XX.

Desde 1999, el país había logrado tener registros de aumentos de precio por debajo del 10%, lo cual podría considerarse exitoso para los valores históricos (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006). Sin embargo, dichos resultados se verán afectados por los impactos de los shocks externos, como el caso de la crisis de 2001 en Argentina, una de las razones por las cuales desde 2002 Uruguay inició una serie de pasos para implementar un esquema de metas de inflación (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006) (González-Rozada & Sola, 2014) (ver Gráfico 1.B).

Entre ellos, en junio de 2002, se abandonó el tipo de cambio fijo e implementó uno de tipo flotante, se optó por una política de agregados monetarios considerando que algunas características de la economía nacional, en particular el alto grado de dolarización, imprimían a la tasa de interés en moneda nacional características que la desaconsejan como instrumento de política monetaria (Banco Central del Uruguay, 2003).

Se impulsaron importantes reformas monetarias y financieras que apuntaban a implementar una política de metas de inflación basada en un rango objetivo, sustentada en la macro-prudencia y supervisión del sistema bancario, como así también, en la acumulación de reservas internacionales. (González-Rozada & Sola, 2014).

Trimestralmente, el Banco Central del Uruguay (BCU) revisaba y anunciaba las metas de base monetaria para los próximos 12 meses con el objetivo de cumplir con el rango de inflación previsto para dicho periodo.

El análisis se dividirá en 4 periodos: (i) 1999 - 2003, origen e inicio de la implementación del régimen de metas; (ii) 2004 - 2006, periodo de cumplimiento de las metas; (iii) 2007 - 2010, periodo de leve desvío de la meta de inflación; (iv) 2011 - 2016, donde el proceso inflacionario toma niveles mayores que no volverán a ingresar dentro de las bandas objetivo.

2.3.1. Periodo 1999 a 2003

A fines de la década de los 90, Uruguay venía de implementar un plan de estabilización basado en un sistema de bandas cambiarias deslizantes iniciado en 1990, el cual había logrado cierto grado de éxito para lograr valores, por primera vez luego de más de 40 años, inferiores al 10% de inflación (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006).

Ante estos resultados, las autoridades disminuyeron la banda del 7% al 3% en un contexto internacional complejo. A pesar de ello, y luego de la devaluación en Brasil del 98/99 y las elecciones en Uruguay, el tipo de cambio se mantuvo dentro de las bandas.

Ante la complejidad a la que se venía asistiendo en el escenario internacional, sobre todo por el caso en Argentina, se vuelven a modificar las bandas y a aumentar la velocidad de la devaluación. Sin embargo, las estimaciones quedaron cortas y la crisis del tipo de cambio en el vecino país, generó múltiples efectos que no pudieron ser contenidos. Como sostienen (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006), los niveles de reservas terminaron siendo insuficientes para poder enfrentar la devaluación del peso, el financiamiento del Estado y ser el "último" prestamista para sostener el sistema bancario.

Es a partir de mediados de 2002 cuando se inician las medidas para la instrumentación del régimen de metas de base monetaria que tenían a su vez objetivos de inflación.

En un contexto de caída de tasas de interés, de recuperación de la actividad económica y de mayor confianza en el mercado, se evidenciaría la existencia de una mayor monetización de la economía. Para sostener los niveles de la base monetaria, se utilizó la disminución de los encajes mínimos aplicables en el tercer trimestre de 2003 (Banco Central del Uruguay, 2003).

Dentro de los factores que incidían en la evolución de la oferta de base monetaria, las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal elemento expansivo durante el año. En idéntico sentido, pero en menor medida, operó el déficit del BCU. Finalmente, la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) aseguró que la variación de la base monetaria se mantuviera en línea con las metas fijadas (Banco Central del Uruguay, 2003).

En el último Boletín de Política Monetaria del 2003, el Banco Central del Uruguay estableció para el 2004 un rango de Metas de inflación entre el 7% y el 9% (Banco Central del Uruguay, 2003) (ver Gráfico 1.b).

2.3.2. Periodo 2004 a 2006

Durante el 2004, el Banco Central demostró un fuerte compromiso para lograr la meta establecida, cerrando el año 2004 con un 7,59 % de inflación. Este camino le permitió anunciar a fines de dicho año una disminución del rango para el año 2005 de 6-8%.

Es así como en una primera etapa, que abarcó todo el año 2003, la política monetaria aplicada por el BCU se basó en el cumplimiento estricto de los objetivos de Base Monetaria (BM), resultando funcional a la recuperación de la reputación de la autoridad monetaria y al anclaje de las expectativas. Esto permitió, que desde comienzos del año 2004, se lograra avanzar a la siguiente etapa en la cual la política monetaria, si bien se basa en el seguimiento de los agregados monetarios, priorizara la evolución de la inflación (Banco Central del Uruguay, 2005).

Se introdujo un cambio a fines del primer trimestre del 2004 en la forma en que se establecían los compromisos de base monetaria (BM), los cuales pasaron a basarse en un rango objetivo, en lugar de compromisos puntuales, permitiendo que la autoridad monetaria dispusiera de mayor flexibilidad en el uso de sus instrumentos (Banco Central del Uruguay, 2005).

Asimismo, se introdujeron nuevos mecanismos que tenían por finalidad aumentar la transparencia e inducir el comportamiento del mercado. La introducción de los REPOS apuntaba a colaborar con la autoridad monetaria en desarrollar un mecanismo de inyección de liquidez que, al operar por montos y plazos predeterminados, permitía un manejo más afinado de los agregados monetarios. Generó una alternativa a las compras de divisas, único mecanismo del que disponía el BCU al momento. Los contratos a término de moneda extranjera, tenían por objetivo brindar una mayor certeza a los agentes sobre la evolución del tipo de cambio, aunque su escasa utilización por parte de los agentes condujo a que se discontinuara su oferta en 2005 (Banco Central del Uruguay, 2005).

La particularidad que se desea rescatar del año 2005 (ver Gráfico 4), está vinculado al impacto que tuvo la apreciación del peso uruguayo frente al dólar y el aumento de la demanda de dinero, lo cual llevó a que el BCU autorice un incremento del 2.24% por encima del límite superior del rango objetivo. Asimismo, más que duplicaron la adquisición de divisas, para lo cual se llevó adelante su posterior esterilización a través de Letras e instrumentos de regulación monetaria para poder minimizar el aumento de la base monetaria (Banco Central del Uruguay, 2005). Todas estas medidas con un resultado final de tipo expansivo, bajo un crecimiento del PBI mayor al esperado y un deterioro de los términos de intercambio, terminaron dando un nivel de inflación del 4.9% es decir, 0.6 puntos por debajo del límite inferior estimado (ver Gráfico 1.B).

A fines de diciembre de 2005 el COPOM dio un importante paso en el proceso de flexibilización de la política decidiendo no anunciar la trayectoria de la BM. Es así como a partir de dicho año el compromiso público de la autoridad monetaria era alcanzar los niveles de inflación proyectados, para lo cual no se descartó la utilización de ningún instrumento que a juicio de la autoridad monetaria aporte en pos del objetivo de precios perseguido. Sin perjuicio de lo anterior, se mantuvo el rol de ancla efectiva de la política que han venido cumpliendo los agregados monetarios.

Para el año 2006, las condiciones de la economía uruguaya se mantenían: financiamiento externo y demanda externa, acompañado de condiciones desfavorables en lo que hace a la evolución de los términos de intercambio. Ante lo cual, las autoridades del BCU plantearon un escenario negativo y de mayor nivel de cautela, en especial por la desconfianza sobre el sostenimiento del nivel de oferta del financiamiento externo.

El proceso de remonetización (aumento de la relación M1/PIB) de la economía uruguaya habría tenido una magnitud significativamente alta en 2005. Las dificultades para estimar dicha entidad y su permanencia para el 2006 hicieron que el Banco Central

mantenga una cuidadosa y constante evaluación de la inflación para evitar generar sesgos en la política monetaria. Un segundo factor a considerar era la tendencia creciente de los costos unitarios de la mano de obra a raíz de las medidas tendientes al incremento de la formalización laboral.

Luego de ubicarse por debajo del rango objetivo a fines de 2005, y a pesar de la fuerte presión sobre los precios, se cumplieron los objetivos de inflación anunciados para los años culminados en marzo, junio y setiembre de 2006 (5%-7%) así como el más exigente correspondiente a 2006 (4,5%-6,5%). No sólo los precios internacionales del petróleo crecieron 25.2% en los primeros siete meses del año, también severas sequías afectaron al país en el primer semestre de 2006, acompañado de una recuperación del salario real de los trabajadores del sector privado (Banco Central del Uruguay, 2006).

A partir de 2006 se implementaron algunas innovaciones en materia de política monetaria para la provisión de liquidez mediante el cual el BCU capta liquidez de instituciones excedentarias y se la proporciona a aquellas deficitarias (Banco Central del Uruguay, 2007). De esta forma, se propició una más eficiente administración de la liquidez en el mercado. Adicionalmente, el BCU adoptó como objetivo el desarrollo del mercado de títulos nominados en pesos uruguayos (Banco Central del Uruguay, 2007).

2.3.3. Periodo 2007 a 2010

El año 2007 fue el quinto año ininterrumpido de crecimiento (Banco Central del Uruguay, 2007) (ver Gráfico 3.B). Según las autoridades del Banco Central, dicho nivel fue posible gracias a un contexto internacional y regional favorable, así como los incentivos internos que alentaron el crecimiento. La demanda mundial colaboró a que se sostuvieran niveles muy elevados de precios de commodities, favoreciendo de este modo, una mejora de los precios de los principales rubros de exportación del Uruguay, estimulando la producción nacional, al tiempo que también constituyó un factor importante en el aumento de varios rubros del IPC, y también del petróleo, el cual determinó que la relación de los términos de intercambio fuera levemente negativa (Banco Central del Uruguay, 2007).

El crecimiento del mercado interno, generó que los niveles de desocupación fueran los más bajos desde 1998, incluyendo aumentos sostenidos del salario real (Banco Central del Uruguay, 2007). Paralelamente, los indicadores del sector público demostraron una disminución sostenida del déficit fiscal, de la deuda externa y de los servicios de deuda (ver Gráfico 8.B).

El sistema financiero también logró aumentar los depósitos en moneda nacional (24% en términos reales) y de moneda extranjera (7%), generando un aumento del crédito también en moneda local y en moneda extranjera, demostrando el proceso de mejora de la calidad de la cartera de colocaciones de los bancos, al tiempo que la solvencia de las instituciones se fortaleció y se registró un fuerte aumento de las ganancias de los bancos. Los indicadores de liquidez continuaron reduciéndose aunque ubicados en niveles altos (Banco Central del Uruguay, 2007).

Sin embargo, durante el año 2007 el Índice de los Precios al Consumo (IPC) acumuló un crecimiento de 8.5%, guarismo que se encontraba por encima del borde superior del rango que el Comité de Política Monetaria del BCU estableciera como objetivo para el período (4.5%-6.5%) (ver Gráfico 1.B).

En este marco de inflación creciente se tomaron medidas de política económica, tanto desde la política fiscal como de la monetaria. El BCU ratificó su compromiso de alcanzar una inflación de entre 4% y 6% para el horizonte de dieciocho meses que finalizaba en el tercer trimestre de 2008, y la decisión de adoptar una instancia contractiva de política, en consideración a los crecientes riesgos que se percibían en materia inflacionaria. Con el objetivo de afectar a la baja la evolución de los precios administrados, así como también influir sobre los precios de algunos alimentos, el Ministerio de Economía y Finanzas anunció una serie de medidas.

Desde la política monetaria, se materializó una corrección a la baja de la pauta indicativa para el crecimiento de los medios de pago. El puntapié de este proceso de cambios inició en la reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 6 de julio. En esa oportunidad se puso de manifiesto la preocupación en las autoridades respecto a las presiones provenientes del contexto internacional y el gran dinamismo mostrado por la demanda doméstica, comenzando a implementarse el pasaje en forma gradual a un régimen basado en el manejo de las tasas de interés. A partir de la reunión extraordinaria del COPOM celebrada el 4 de setiembre de 2007, el BCU hizo explícito un régimen basado en el manejo de tasas de interés de corto plazo. De esta forma, al corredor de tasas existente se agregó el anuncio de una Tasa de Referencia de Política Monetaria (TPM), la cual debía operar como ancla de la tasa de interés.

En octubre de 2007, se anunció el aumento de la tasa de referencia de la política monetaria (tasa call interbancaria) de 5% a 7%, con un corredor de 6% y 8%. En noviembre se volvió a elevar nuevamente dicha tasa, esta vez en 0.25 puntos, con un corredor entre 6.25% y 8.25% (Banco Central del Uruguay, 2007).

Adicionalmente, a lo largo de 2007 se crearon nuevos instrumentos para el manejo de la política teniendo como objetivo el pasaje hacia un régimen basado en tasas de interés y la construcción de una curva de rendimientos en pesos nominales. Con este objetivo se decidió utilizar las Letras de Regulación Monetaria (LRM) como instrumento para esterilizar liquidez más estructural, reservando su uso para esterilizar a plazos superiores a treinta días, lo cual implicó diseñar instrumentos para el manejo de corto plazo. Se comenzaron a licitar depósitos en moneda nacional en el BCU a menos de treinta días de plazo y posteriormente se licitaron Certificados de Depósito. Ambos instrumentos incentivaron a que las instituciones colocaran fondos en el BCU, lo cual resulta compatible con una instancia contractiva de política monetaria.

Como consecuencia, el crédito en moneda nacional hacia fines de 2007 comienza a dar los primeros signos de reacción, al tiempo que luego del primer trimestre de 2008 confirman una fuerte desaceleración del crédito en moneda nacional (ver Gráfico 5).

El siguiente mecanismo a analizar es el del tipo de cambio nominal (TCN). Desde el punto de vista de la política monetaria, el primer eslabón de este canal opera a través del diferencial de tasas de interés. El funcionamiento de este mecanismo establece que un aumento de la tasa de interés en moneda local genera un cambio del portafolio por monedas de los agentes a favor de ésta, para lo cual deben desprenderse de sus activos en moneda extranjera, determinando una caída del TCN. Este movimiento opera directamente a la baja sobre el componente transable del IPC, afectando la inflación efectiva, e induciendo a los agentes a corregir a la baja sus expectativas de inflación, por lo que se genera en forma indirecta un efecto sobre el componente no transable del IPC.

El año 2008 estará caracterizado por la gran volatilidad en los mercados financieros internacionales y el desarrollo de estrategias del BCU para amortiguar dichos efectos negativos que se recibían a nivel doméstico. Se enfocaría en reducir la volatilidad del tipo de cambio, se ratificó que la tasa de interés se seguiría manejando con un rango de tolerancia, tal como fue la práctica adoptada desde octubre de 2007 continuando la orientación contractiva de la política monetaria, sosteniendo el nivel alto de la Tasa Política Monetaria.

En el mes de junio, el BCU comenzó con la implementación de mecanismos no convencionales como los requisitos de reservas, aumentando los mismos en un 25% para los depósitos en moneda nacional y 35% para los en moneda extranjera. En el caso del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), se estableció al 100%. Adicionalmente, el BCU decidió eliminar las remuneraciones a las reservas y estableció penalizaciones a los bancos que no cumplieran con los requisitos (González-Rozada & Sola, 2014).

Las políticas de compra-venta de divisas del Banco Central y del Gobierno Central, en conjunto con operaciones de recompra de títulos, tuvieron la virtud de moderar notoriamente las presiones sobre el mercado de cambios al convalidar el cambio por monedas del portafolio de los agentes (Banco Central del Uruguay, 2008).

El año 2009 se caracterizó por una caída de la actividad en el primer semestre y una recuperación hacia el final donde el Gasto Público tuvo una importante contribución, lo cual generó un cambio en la tendencia de desendeudamiento llevada adelante desde el año 2003 (Banco Central del Uruguay, 2009) (ver Gráfico 8.B).

La expansión del gasto primario de 2009 estuvo asociada a la implementación de una política fiscal contracíclica destinada a mitigar los efectos de la crisis internacional (Banco Central del Uruguay, 2010).

En el primer mes del 2009, la inflación apuntaba al 9%, con la cual el Comité de Política Monetaria decidió incrementar la Tasa Política de Interés al 10%. Dos meses después, el BCU bajó dicha tasa al 9% sosteniendo la política monetaria contractiva. Para mediados de año, la tasa de inflación retomaba la zona objetivo, con lo cual el BCU decidió recortar la tasa de PMI al 8%. Para el mes de diciembre, el Comité de Coordinación Macroeconómica redujo el objetivo de inflación al rango 4-6% y el BCU

redujo la TPI al 6,25. Adicionalmente, se inició una política de reducción de los requisitos de reservas (González-Rozada & Sola, 2014). Las políticas de compra de divisas y de LRM por parte de la autoridad monetaria tuvieron como objetivo contener la oferta monetaria e intervenir en el tipo de cambio posibilitó que la evolución de la moneda doméstica acompañara las principales tendencias mundiales, sin experimentar movimientos bruscos, evidenciando una menor volatilidad en relación a otras economías emergentes (Banco Central del Uruguay, 2009).

En este sentido, la cotización doméstica del dólar acumuló una caída de 16% entre enero y noviembre de 2009 y llegó a un nivel similar al de pre-crisis internacional (ver Gráfico 4). Esta variación del dólar se dio en un contexto en que si bien se observó una recuperación de los precios de exportación e importación que enfrentó la economía uruguaya en los mercados internacionales, el nivel medio de estos precios estuvo sustancialmente por debajo del de 2008. Un análisis muy básico de la evolución de los precios internacionales más relevantes para Uruguay, permitía apreciar que habían cedido las presiones inflacionarias asociadas al entorno internacional (Banco Central del Uruguay, 2009).

La reducción de encajes obligatorios vigente a comienzos del año generó liquidez excedente en las instituciones, lo que elevó la demanda bancaria de instrumentos rentados, provocando una elevada participación del BCU en el mercado de dinero a lo largo de todo el año 2010 a los efectos de lograr el objetivo antes mencionado.

El exceso de liquidez también estuvo impulsado por el lado de la oferta a lo largo de 2010, dado el importante dinamismo que verificaron las compras de divisas del consolidado BCU-GC, las que alcanzaron al 17 de diciembre los USD 2.180 millones. Las mencionadas compras se enmarcaron en la estrategia generalizada a nivel de los países emergentes para paliar el efecto negativo sobre la competitividad doméstica derivada de la depreciación de la moneda norteamericana (Banco Central del Uruguay, 2010) (ver Gráfico 2.B).

Como resultado de todo lo anterior, la autoridad monetaria requirió incrementar el stock de títulos de mediano y largo plazo. Dicho stock aumentaría por el equivalente a unos \$ 9.000 millones culminado 2010.

En septiembre de 2010, el BCU incrementó la TPM a 6,5% (González-Rozada & Sola, 2014). Las tasas activas en pesos nominales en el sector bancario aumentaron durante los últimos meses de 2010, en línea con la suba de la TPM y los consecuentes incrementos de las tasas pagadas por las LRM (Banco Central del Uruguay, 2010). También, merece destacarse que en 2010 los ingresos y los egresos primarios han crecido a la misma tasa que el PIB (Banco Central del Uruguay, 2010).

En términos de inflación, durante el 2010 se logró llegar a diciembre con la meta, pero muy cerca del límite superior. Tanto los bienes transables, como los no transables, presionaron a la suba, siendo la flexibilidad del régimen cambiario lo que 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 (Banco Central del Uruguay, 2010).

2.3.4. Periodo 2011 a 2016

En el mes de marzo de 2011, ante una clara situación de dificultad para controlar los niveles y expectativas de inflación, el BCU elevó la TPM a 7,5% (González-Rozada & Sola, 2014) (ver Gráfico 1.B).

Desde el punto de vista de la composición de los pasivos monetarios, desde el mes de junio se observó una modificación de los instrumentos por parte de los bancos como respuesta al aumento de los requisitos de encaje obligatorio, aumentaron los depósitos a la vista y al mismo tiempo cayeron los instrumentos de corto plazo remunerados. No obstante, a partir de octubre del 2011 volvieron a incrementarse, en buena medida para compensar la colocación neta de LRM y Notas en unidades indexadas (Banco Central del Uruguay, 2011).

En el campo monetario, en concordancia con el crecimiento económico y el proceso de desdolarización, se siguió elevando el crecimiento de la demanda real por dinero durante el transcurso de 2011 medida como M1 ampliado (incluyendo a las cajas de ahorro), lo que también elevó la demanda por Base Monetaria. Sin embargo, a pesar de que se redujeron las compras de dólares en el mercado interbancario, el Banco Central debió esterilizar buena parte de las operaciones de cambio comentadas precedentemente (fundamentalmente las realizadas por operaciones de financiamiento de exportaciones), lo que seguirá presionando el stock de Letras de Regulación Monetaria y Notas.

Consistente con lo anterior, el Banco Central no observó desvíos relevantes del nivel de competitividad de la economía que se asocian al valor de la divisa. En efecto, si bien el tipo de cambio real se había estado apreciado en los últimos seis años de manera casi ininterrumpida, y ello ha significado –en un clima de baja inflación doméstica pero alta inflación internacional- una apreciación nominal del Peso frente al dólar, la apreciación real se explicó mayormente por las mejoras de términos de intercambio que el país ha recibido y por los aumentos de productividad en igual período (asociados al pujante proceso de acumulación de capital en el sector transable), más que por exceso de gasto (Banco Central del Uruguay, 2011).

El Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) confirmó el compromiso con la estabilidad de precios, manteniendo el rango-meta de 4%-6% en el horizonte de 18 meses para la política monetaria. Por su parte, el Comité de Política Monetaria (COPOM) observó que la tasa de inflación se venía acelerado y que las expectativas en los plazos relevantes se mantenían notoriamente por encima del rango objetivo. Con el fin de proveer una estructura de tasas de interés consistente con una política monetaria más contractiva, el Banco Central del Uruguay entendió conveniente, elevar la Tasa de

Política Monetaria (TPM) a 8.75%, luego de haberla posicionado en 8% en el mes de septiembre (ver Gráfico 1.B).

Consistentemente, se mantuvieron los encajes marginales que regían desde de junio puesto que en la última parte de 2011 se había observado una moderación auspiciosa del crédito, tanto en moneda local como extranjera (Banco Central del Uruguay, 2011) (ver Gráfico 5).

El grado de dolarización tendió a incrementarse durante los últimos meses de 2011 luego de un descenso continuo de casi 3 años consecutivos. Este comportamiento se explicó principalmente por la suba del tipo de cambio registrada a partir de agosto como consecuencia del impacto de las turbulencias financieras internacionales (Banco Central del Uruguay, 2011).

A partir de que Uruguay obtuvo el Grado de Inversor en abril de 2012 se comenzó a observar un significativo ingreso de capitales de no residentes en el mercado local de títulos. Como consecuencia, la eficiencia de la política monetaria se vio debilitada, tanto por las presiones a la baja sobre la curva de rendimientos que generó esta mayor demanda, como por el hecho de que los valores operados desde el exterior involucraron el uso de moneda extranjera, lo cual disminuyó la capacidad de gestión de la liquidez de la autoridad monetaria en el mercado local (Banco Central del Uruguay, 2012).

En respuesta a este fenómeno el BCU adoptó en agosto la normativa sobre fondos inmovilizados, la cual exigió que los agentes financieros que custodian títulos de no residentes deban inmovilizar fondos por el equivalente al 40% de dichas tenencias. Esta disposición alcanza la tenencia de títulos emitidos por el BCU, dejando por fuera los títulos emitidos por el Gobierno Central.

Como consecuencia de dicha medida se registró en el último trimestre del año una reducción de la tenencia de Letras de Regulación Monetaria (LRM) por parte de no residentes, neutralizando de esta forma el efecto distorsivo que el ingreso de capitales generó sobre el comportamiento de las tasas de interés. De esta forma, la tenencias de títulos del Gobierno Central en manos de no residentes en relación al circulante total de estos instrumentos, que en enero de 2012 se ubicaba en 4.3%, aumentó hasta alcanzar 16.9% en Noviembre de 2012.

El mercado de cambios registró importantes presiones a la baja, experimentando el peso uruguayo una apreciación superior a la registrada por otras monedas de la región en ese período.

Durante el primer semestre del 2012 el crédito en pesos constantes se fue expandiendo a tasas cada vez más elevadas que en el caso de la Banca Privada. En agosto, se aprobó una medida en la que se establecía el incremento en los encajes marginales, cuyos efectos se observaron en los meses siguientes en la moderación del crecimiento del crédito otorgado por el BROU y BP en los últimos doce meses.

En el cuarto trimestre del año se observó una marcada tendencia creciente de la oferta de pasivos monetarios como resultado de la compra de divisas y el déficit de moneda nacional, solo revertida parcialmente en el mes de diciembre (Banco Central del Uruguay, 2011). Una parte de esa expansión monetaria se absorbió por una mayor demanda de liquidez de las instituciones financieras y, especialmente, por el importante aumento estacional que experimentó el circulante en el cuarto trimestre del año, como consecuencia de los pagos de aguinaldos y las festividades de fines de año.

A finales de septiembre de 2012 el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en veinticinco puntos básicos, llevándola a 9.00%. Esta decisión se tomó ante la persistencia de las presiones inflacionarias, en una economía local creciendo a tasas razonables y en un contexto internacional de alta incertidumbre, de desaceleración económica y de tasas de interés extremadamente bajas (Banco Central del Uruguay, 2012).

Al cierre de 2012 la tasa de inflación interanual descendió hasta ubicarse en 7.5%, fuera del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (4%-6%) y que regiría para los próximos 18 meses. Esta reducción se explicó fundamentalmente por algunos fenómenos transitorios – la reducción de tarifas de empresas públicas, consecuencia del plan “UTE premia”, y los acuerdos de precios, - así como por la disminución en el tipo de cambio, que ha impactado sobre el precio de los transables. Por otra parte, los precios de los no transables de mercado mantenían una mayor persistencia en su crecimiento. Las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política continuaron ubicadas por encima del rango-meta (Banco Central del Uruguay, 2012).

En función de ello, el Comité de Política Monetaria tomó la decisión de volver a incrementar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos básicos, llevándola al 9.25% (Banco Central del Uruguay, 2012). A nivel operativo, y con el objeto de mantener la señal de política, se continuó gestionando la liquidez diaria del sistema de tal modo que la Tasa Media de Mercado (TMM) se ubicara sistemáticamente en el entorno de la Tasa de Política Monetaria (TPM) (Banco Central del Uruguay, 2012).

El 2013 tuvo como característica el empeoramiento de las condiciones externas relacionadas con los anuncios de aumento de las tasas de la Reserva Federal de USA, el deterioro de los fundamentos macroeconómicos y sus efectos en la economía brasileña y argentina. Si bien el Uruguay mantuvo indicadores positivos en varios ítems, los mismos modificaron sus tendencias como los vinculados al comercio exterior, los ingresos de turistas, la situación fiscal y la inversión extranjera directa (Banco Central del Uruguay, 2013) (ver Gráfico 8.B).

En junio de 2013, se anunció que a partir del segundo semestre del año el instrumento a través del cual el COPOM transmitiría la referencia de la política monetaria estaría basado en una trayectoria del agregado M1' para el horizonte de política monetaria, dejando de lado la TPM.

En la reunión celebrada el 7 de octubre de 2013 el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria fijando un rango de referencia indicativo de crecimiento del agregado M1 ampliado de 15%-17% interanual para el trimestre octubre-diciembre de 2013. Esta decisión se adoptó teniendo en cuenta que en el periodo reciente la economía uruguaya creció por encima de lo previsto, en un contexto de depreciación cambiaria, haciendo que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda persistan. A su vez, tanto la inflación efectiva como las expectativas de los agentes se mantenían notoriamente por encima del rango objetivo, lo que coloca al tema inflacionario en el centro de las preocupaciones de la política económica.

Al cabo del trimestre, el agregado monetario M1' experimentó un aumento de 13.6%, por debajo de la referencia dada por el COPOM de 15%-17% (ver Gráfico 1.C).

El cambio en la instrumentación de la política monetaria se ha reflejado en una nula participación del BCU en el mercado de dinero. Debe notarse que no se ha configurado un escenario de salida de capitales. En efecto, el interés por los títulos locales seguía vigente. Por su parte, en el mercado de cambios se observó que el peso se mantuvo estable en el trimestre, a pesar de los anuncios realizados por la FED en diciembre. El ingreso de capitales extranjeros en busca de títulos emitidos en pesos en el mercado local mostró una reducción en los últimos meses, marcando que el régimen de fondos inmovilizados a la tenencia por parte de no residentes de títulos emitidos localmente habría sido una restricción efectiva.

En relación al comportamiento de las tasas de interés en el mercado doméstico debe subrayarse que en el cuarto trimestre del año se consolidó la suba de tasas ocurrida en el trimestre anterior.

Al cierre de 2013 la tasa de inflación interanual se ubicó en 8.52%, fuera del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (4%-6%), es verdad que se redujo respecto al trimestre anterior, pero los valores fueron por encima de los del año previo. Este comportamiento se debió a dos efectos contrapuestos: los rubros transables y no transables incidieron al alza, mientras que los componentes del resto del IPC (Frutas y Verduras, y Administrados) presentaron importantes caídas en el mes de Diciembre. Por su parte, las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política continuaron ubicadas por encima del rango meta.

La economía uruguaya continuó creciendo, superando nuevamente las previsiones. El gasto doméstico, y en particular el consumo, que continuó expandiéndose por encima del PIB – seguía siendo un elemento de preocupación en el diagnóstico inflacionario.

En este entorno, la política monetaria se mantuvo en terreno contractivo, aplicándose una gestión monetaria que buscó evitar volatilidades excesivas en el mercado de dinero. El COPOM ratificó que el comportamiento del agregado M1' consistente con el compromiso inflacionario fijado al fin del horizonte de política, implicaba un

crecimiento nominal de 8%, medido en términos interanuales (Banco Central del Uruguay, 2013).

Para el periodo de 2014, los precios de los commodities, en particular del petróleo, mostraron una tendencia a la baja registrando una mejora de los términos de intercambio para el país en 2015 (Banco Central del Uruguay, 2014). Ante un escenario de fortalecimiento del dólar respecto a las demás monedas, incluyendo a las monedas regionales, era de esperar que la inflación en dólares de los principales socios comerciales de Uruguay permaneciera en niveles reducidos (ver Gráfico 4).

El Sector Público continuó impulsando la demanda agregada con niveles de endeudamiento neto en términos del PIB históricamente normales, reflejando una situación confortable, pero preocupante en el escenario actual (Ver Gráfico 8.B).

En diciembre de 2014 la tasa de inflación anual se ubicó en 8.26%, algo por debajo del registro de 2013 (8.52%), poco más de un punto por encima del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%) que regía a partir de julio de 2014. En el mes de diciembre se observó una deflación (-0.53%) debido a la evolución de los precios administrados (rebaja de UTE y de las cuotas mutuales), la cual fue menor a la de diciembre 2013 (- 0.72%), con lo que la inflación interanual tuvo un repunte en el último mes de 2014. Asimismo, la entrada en vigencia de la Ley de Inclusión Financiera aportó un efecto deflacionario de 0.2% en el año.

El Directorio del BCU, tomando en cuenta el diagnóstico precedente y el consiguiente contexto macroeconómico proyectado, decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre enero-marzo de 2015 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 7%-9% interanual. Esta referencia que se adoptó y logró, implicó continuar en una trayectoria convergente con los compromisos establecidos en materia inflacionaria y con el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo (Banco Central del Uruguay, 2014) (ver Gráfico 1.C).

En el año 2015 la tasa de inflación interanual se incrementó, alcanzando 9.44% y manteniéndose, por tanto, por encima del rango meta fijado por el CCM (Banco Central del Uruguay, 2015).

A nivel global continuaron observándose comportamientos desiguales. La excepción la constituye Estados Unidos, cuya economía se expandió, exhibiendo además un mercado laboral robusto. El resto de las economías avanzadas – en especial Europa y Japón – continuaron exhibiendo un ritmo modesto de crecimiento. En relación a las economías emergentes, China mantuvo su desaceleración, mientras que Rusia y Brasil presentaron caídas en sus niveles de actividad. En sentido contrario India mantuvo su dinamismo.

La apreciación del dólar profundizó la tendencia decreciente de la mayoría de los commodities y generó un aumento de los diferenciales de las tasas de interés a largo plazo. Durante el período se produjo la anunciada suba de la tasa de interés de la Fed, la

cual fue acompañada por un anuncio de gradualismo. Los mercados financieros reaccionaron en forma positiva, no observándose correcciones abruptas en los precios de los activos. Los precios de los commodities continuaron a la baja, tendencia más acentuada en los de origen mineral que en los agrícolas. En relación a aquéllos relevantes para Uruguay, hay que señalar que el precio del petróleo continuó descendiendo, mientras que aumentó el precio del arroz y el de la carne se mantuvo estable.

La economía uruguaya experimentó un leve crecimiento respecto a un año atrás (0.4%) (ver Gráfico 3.B). Se estimaba que la brecha de producto se estaba cerrando, lo que resultaba consistente con un mercado de trabajo experimentó un cierto debilitamiento, si bien la tasa de desempleo se mantenía ubicada en niveles moderados e históricamente bajos.

En este contexto el gasto en consumo tuvo su segunda caída consecutiva en relación a igual período del año anterior. Pese al contexto internacional, el país no enfrentó dificultades para financiar el exceso de gasto público, gracias a la inversión extranjera directa. La menor entrada neta de capitales, así como la caída de las reservas internacionales (ver Gráfico 2.B) no fue consecuencia de que el país haya tenido problemas de acceso al financiamiento externo, sino a la estrategia seguida por el Banco Central del Uruguay de venta de divisas conjuntamente con la reducción en su endeudamiento en instrumentos de regulación monetaria (Banco Central del Uruguay, 2016). El BCU utilizó diversos instrumentos con el fin de limitar la excesiva volatilidad en el mercado cambiario, a la vez que se tomaron medidas tendientes a mejorar el resultado parafiscal (ver Gráfico 4).

Cabe destacar, en ese sentido, que el BCU optó por modificar su estrategia de esterilización, pasando a retirar liquidez monetaria mediante una mayor venta de divisas, utilizando diversas modalidades: spot, forward y dando la opción de cancelación en dólares al vencimiento de títulos públicos (Banco Central del Uruguay, 2015).

Asimismo, siguió aplicándose la eliminación gradual de los encajes marginales en moneda extranjera, comenzada en mayo de 2015 (Banco Central del Uruguay, 2015). En este contexto, el agregado monetario M1' experimentó un crecimiento de 6,2% i.a., ubicándose algo por debajo del límite inferior de la referencia fijada en oportunidad de la anterior reunión del COPOM, debido a un dinamismo de la demanda de dinero menor al esperado (ver Gráfico 1.C).

El tipo de cambio real continuó depreciándose en los últimos meses, manteniéndose 2.9% apreciado respecto a los niveles de octubre de 2014. Este guarismo es resultado de dos situaciones totalmente distintas: mientras el TCR se apreció respecto a la región (debido al encarecimiento en relación a Brasil) se depreció respecto al resto del mundo (ver Gráfico 4).

El Directorio del BCU decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre enero-marzo de 2016 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 7%-9% interanual.

Al igual que en años anteriores, en diciembre se observó deflación (-0.55% respecto a noviembre) debido a la evolución de los precios administrados. En particular, se verificó una reducción en los precios de la energía eléctrica, de la mano del plan UTE Premia (Banco Central del Uruguay, 2015). En el año móvil cerrado a marzo 2016 la inflación headline se ubicó en 10.60%, por encima del registro de diciembre (9.44%) y alejándose del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%) (ver Gráfico 1.B). Si bien todas las categorías del IPC crecieron más que en 2015, esta aceleración se explica por una mayor incidencia de los aumentos de precios de administrados y los transables de exclusión (TX) impulsada por una mayor depreciación del peso frente al dólar que la observada en el primer trimestre de 2015 (Banco Central del Uruguay, 2016).

El gasto parece haber entrado en un período de enfriamiento, estimándose asimismo que la brecha de producto se estaría cerrando, lo que resulta consistente con un mercado de trabajo en el cual los indicadores del mercado laboral experimentan un cierto deterioro, si bien la tasa de desempleo se mantenía ubicada en niveles moderados (Banco Central del Uruguay, 2016).

En este contexto el gasto en consumo creció 0.5% en el trimestre, habiéndose verificado caídas tanto en la inversión pública como privada. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 2015 se ha ubicado un punto porcentual del PIB por debajo del de 2014, como consecuencia, fundamentalmente de la reducción de la brecha entre ingreso y gasto del sector privado, mientras que el sector público aumentó su desequilibrio.

Pese al contexto internacional, el país no enfrentó dificultades para financiar este exceso de gasto. A su vez, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos de PIB, como su composición por monedas y por vencimientos residuales reflejan una situación confortable en esta materia (Banco Central del Uruguay, 2016) (ver Gráfico 8).

En base al diagnóstico precedente y considerando el contexto macroeconómico proyectado que fueron analizados en el ámbito del COPOM, el Directorio del BCU decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre enero-marzo de 2016 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 4%-6% interanual (Banco Central del Uruguay, 2016). En la misma línea, en el mes de marzo se decidió una suba de encajes con vigencia a partir del mes de abril de 2016.

3. Resultados

Varios autores verificaron que los regímenes implementados en Brasil y Uruguay se distanciaron de los "puros". Estos países han tenido históricamente (y lo siguen

manteniendo) dependencia de los flujos de capitales, de las tasas de interés del mercado internacional y de los precios de los commodities, en especial del petróleo y alimentos.

Los Bancos Centrales de Brasil e Uruguay implementaron regímenes diferentes de metas de inflación, pero en ambos casos se fueron desarrollando una serie de herramientas heterodoxas o "no convencionales" con el objetivo de implementar y cumplir con las metas de inflación, como así también, evitar efectos indeseados en o "como resultado de" el tipo de cambio y/o el nivel de actividad.

Los intentos por constituir regímenes apropiados para cada economía fueron múltiples, pero aún hay fuertes dudas de haberlo encontrado. A continuación se detallan las diferencias, similitudes y derivaciones de tal análisis.

3.1. Diferencias de ambos modelos

3.1.1. Inicio e implementación

Brasil fue el caso de intento de rápida implementación de un régimen clásico de Metas de Inflación con una única herramienta anunciada: Tasa de Interés de la Política Monetaria denominada SELIC. Con complicaciones vinculadas a variables exógenas en los primeros años, continuidad de las políticas económicas centrales del gobierno anterior, seguido de una de las mejores épocas para los países en desarrollo, se logró una estabilidad macroeconómica inicial y cumplimiento de las metas por periodos importantes de tiempo, lo cual generó la reputación del BCB.

En este sentido, las apreciaciones de varios autores destacan el manejo de la tasa y los altos valores que tomó la SELIC: llegando al 20% inicialmente y que solo mermó frente a apreciaciones cambiarias, dejando en evidencia la relevancia del tipo de cambio para poder contener la inflación en detrimento de la Tasa Política de Interés (Abeles & Borzel, 2010). Estos académicos ponen en duda la validez de la tasa de interés como único instrumento (o el más efectivo) para el caso brasileño en una economía donde hasta el 2005 (Gráfico N° 5), el crédito del sector privado fue muy bajo en comparación con otras economías y que el desarrollo de líneas de crédito impulsado desde la banca pública terminó generando aumentos del gasto y deuda estatal (García, 2007) debilitando la capacidad del sistema para actuar en casos de crisis, como así también niveles de crecimiento mayores. (Ver Gráficos 6 y 7)

La respuesta del Régimen de Metas de Inflación brasileño en contextos como los verificados a partir de 2007, cuando se registró un incremento de la tasa de inflación al consumidor, fue una consecuencia directa del aumento de los precios internacionales de las materias primas, sobre todo en el rubro alimentos, en un marco de mayor crecimiento del PIB. Este dinamismo de la economía estuvo impulsado de manera conjunta, además de lo ocurrido con los precios de los productos de exportación, por la elevada liquidez internacional y la implementación del Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), y coexistió con cierta presión sobre los precios de los bienes y servicios no transables. Durante 2007 y parte de 2008 la autoridad monetaria pudo contener la inflación, no tanto como consecuencia directa del aumento de la tasa de

interés (que el BCB elevó recién en el mes de abril de 2008) sino gracias al efecto de la apreciación del tipo de cambio nominal, fenómeno que en este caso estuvo totalmente explicado por el formidable ingreso de capitales del exterior. Cabe subrayar que en dicho período Brasil constituía una de las mejores alternativas de inversión en virtud de las expectativas de apreciación cambiaria—expectativas que, en buena medida, la propia abundancia de liquidez contribuía a generar (Abeles & Borzel, 2010).

Según el Informe de Inflación de diciembre de 2007 del Banco Central de Brasil, las autoridades contaban con señales que la inflación podría aumentar, pero por otro lado, decidieron no modificar la tasa SELIC para evitar dar señales divergentes a la confianza del mercado que los relevamientos reflejaban sobre las expectativas de los precios, como así también, a la recuperación que se estaba dando de la economía impulsado por el consumo interno (Banco Central de Brasil, 2007). Se puede concluir que, más allá de las advertencias, en 2007 el Banco Central no interfirió con una política monetaria contractiva ante los riesgos previstos de inflación, sino que la apreciación cambiaria fue el "as bajo la manga".

La suba de la tasa SELIC que se verifica desde abril de 2008—luego de que en el anterior trimestre la tasa de inflación llegara al 4.6%, apenas por encima del centro del intervalo—, se extendió hasta finales de 2008, a pesar de que ya comenzaban a verificarse las primeras señales de desaceleración económica. La virtual inexistencia de medidas alternativas para combatir la inflación, salvo alguna baja puntual de aranceles a la importación (como en el caso del trigo), redundó en que la responsabilidad del manejo de la coyuntura recayera exclusivamente en el accionar del BCB, que aumentó la tasa de referencia, sosteniendo—o incluso fomentando—el ingreso de capitales externos en un contexto internacional más incierto, pero todavía líquido. El impacto expansivo del ingreso de capitales aminoró el pretendido impacto contractivo del aumento de la tasa de interés. De hecho, el crédito continuó creciendo a tasas significativas (ver Gráfico N° 5) a pesar del aumento en las tasas de interés impulsado por la suba de la SELIC (Abeles & Borzel, 2010).

En el caso de Uruguay, la implementación comenzó diferente. Primero se buscó desarrollar la reputación del Banco Central a partir del cumplimiento de metas de base monetaria (y no una tasa de interés política) a plazos cortos (12 meses), elaboración de herramientas complementarias y descenso de la inflación, para luego de dos años, iniciar el cumplimiento de metas pre-establecidas.

Vale aclarar que algunos autores han estado discutiendo si realmente el tipo de cambio fue flotante o de flotación sucia a partir de 2005, como así también se puso en duda el régimen de metas de inflación llevado adelante como tal, a falta de claridad sobre los objetivos y la "accountability" del BCU (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006). Así mismo, detallaron ciertas características que debieran tener los regímenes de metas de inflación con respecto a la política cambiaria a utilizar:

“En los últimos dos meses (de 2005), parece observarse una intervención más activa del Banco Central en el mercado de cambio para evitar la caída del tipo de cambio. Por

ende cabe preguntarse si esta medida está reñida con los objetivos de aproximación a un régimen de objetivo de inflación. En principio, no. [...] Por tanto, si y solo si, las intervenciones en el mercado de cambio no amenazan el objetivo de inflación estas serían lícitas. [...] Por tanto, si este tipo de intervenciones se están realizando y se cree que no amenazan la meta de inflación, así se debe hacer saber por parte de la autoridad monetaria”.

En resumidas cuentas, vemos claras diferencias en el origen y herramientas utilizadas por ambos regímenes.

3.1.2. Respuesta a crisis 2008-2009 y cambios en 2015

Los Bancos Centrales reaccionaron de manera divergente en el año 2007 ante los niveles de crecimiento de la economía del país y las presiones inflacionarias que venían gestándose. En el caso de Uruguay, se implementó una política monetaria contractivas complementarias a la tasas de interés (recientemente implementada). Según se detalla en los informes monetarios, la preocupación por el contexto internacional, en el cual se incluía a los países vecinos, pesaron a la hora de tomar decisiones y de sostener políticas macroprudenciales y contractivas en términos monetarios.

Por otro lado, Brasil aplicó en primer momento medidas contracíclicas para sostener los niveles de actividad y aumentar la inversión, siendo el otorgamiento de créditos direccionados un claro ejemplo. Las políticas monetarias aplicadas por el BCB de aumento de la tasa de interés, se implementaron de manera mucho más tardía.

Los distintos autores que analizaron la situación en Brasil, plantean la falta de mejores herramientas previo a la crisis del 2007 que permitieran gestionar la inflación más allá de la única reconocida (tasa SELIC) y la otra menos explícita (tipo de cambio). Estos planteos, así mismo, dan luz sobre las dificultades de implementar un régimen de metas de inflación "puro", que fue el objetivo inicial del BCB con la intención de ganar reputación.

Según Abeles & Borzel (2010) luego del ingreso de capitales de corto plazo, que alcanzó en los tres primeros trimestres de 2008 los USD 39.400 millones (apenas por debajo de los USD 42.000 millones de idéntico período de 2007), no es casual que el sistema financiero brasileño haya sido el que más padeció la reversión del ciclo de liquidez con la caída de Lehman Brothers (Abeles & Borzel, 2010).

A pesar de ello, ambos países lograron una pronta recuperación. Claramente, la acumulación de reservas, la reputación lograda por los BC y las herramientas generadas en este periodo fueron importantes. Las variables exógenas se diferenciaron mucho en su impacto y, sobre todo, en la posterior recuperación si se compara esta crisis de EEUU y Europa de 2008-2009 con la sufrida entre 1998-2001.

A pesar de esta performance, autores como Arestisa, Ferrari-Filho, & de Paulac (2011) plantean que el Banco Central de Brasil sobre-reaccionó generando cambios de la SELIC frente a los aumentos de los índices de inflación, actuando de manera muy

diferente cuando la inflación disminuía, y se sostenía la SELIC en niveles superiores a los que hubiera correspondido. Concluyen que las políticas monetarias fueron pro cíclicas y asimétricas afectando la demanda con plazos demasiado largos de ajustes en periodos de contracción y poco liberados en época de expansión. Estas acciones llevaron a bajo crecimiento y grados elevados de endeudamiento público.

Luego de incorporar varias herramientas no convencionales, el Gobierno de Uruguay se sumó a la implementación de políticas para sostener los niveles de actividad. Ambos países intentaron sostener la actividad y el crecimiento por periodos similares a los de bonanza (5 años aproximadamente).

El deterioro que se da en la economía brasileña en el 2015 se verifica por un “estrés del modelo” luego de sostener el nivel de actividad durante 5 años, sumada a las restricciones políticas para alterar la política fiscal, en paralelo a un contexto internacional poco favorable e incierto.

A principios de 2017, no se han logrado establecer todos los objetivos para reencaminar la política fiscal, y si bien existe un consenso en avanzar dentro del establishment político y el mercado, a lo que se suman los cambios positivos en la tendencia de variables como la inflación y la actividad, quedan dudas de cómo se resolverán los problemas de los 14 millones de desempleados que tiene el mercado laboral de Brasil y la crisis político institucional que persiste.

Uruguay desde 2013 anticipó estas inconsistencias y tomó medidas entre las que se rescata el pasaje a objetivos de agregados monetarios con una tendencia contractiva, dejando atrás la tasa de interés política. Lo que junto a una estrategia seguida por el Banco Central del Uruguay de venta de divisas conjuntamente con la reducción de su endeudamiento en instrumentos de regulación monetaria (Banco Central del Uruguay, 2016) y regulación de los encaje, se limitó la excesiva volatilidad en el mercado cambiario y se mejoró el resultado parafiscal.

En este sentido, el régimen no logró buenos resultados en términos inflacionarios, pero las variables del tipo de cambio, actividad, empleo, fiscales e inversiones sostienen niveles preocupantes pero controlados y lógicos. Además, es de importancia rescatar que el sistema político y social se mantiene aún estable.

Cerrando esta sección, se puede resumir que la reacción y la capacidad de implementar soluciones fue diferente en cada país, con sus respectivos resultados.

3.1.3. Nivel de cumplimiento, adaptaciones del régimen de MI y especificidades de las expectativas para cada caso

Como fue descripto anteriormente, Uruguay tuvo periodos mayores por fuera del rango objetivo de inflación. Asimismo, los plazos de estas situaciones indican una performance peor a la de Brasil, siempre en función del cumplimiento de las metas de inflación.

Un elemento que parece ser importante, por lo menos para el caso uruguayo, pero que podría replicarse para el caso de Brasil desde el 2013/2015, es el tema de expectativas. Claramente, hay una notoria influencia en los shocks de inflación pasada por sobre las expectativas de inflación futura y devaluaciones. Los modelos estimados sugieren que los empresarios asocian épocas de inflación alta con malas noticias para el nivel de actividad (Licandro & Melo, 2014) (Licandro & Mello, News and inflation expectation updates, 2015)

El BCU parece mantenerse en esta línea y los cambios implementados en el régimen (específicamente hablando de la vuelta a los agregados monetarios) podría ser una señal en este sentido también y no solo en respuesta a la crisis brasileña.

Para el caso de Brasil, el periodo dentro del rango de meta fue mayor al de incumplimiento. El periodo más importante de alejamiento de la meta se da recién a partir de 2014. Brasil venía cumpliendo con las metas y probablemente las presiones de las expectativas basadas en la inflación pasada no eran tan relevantes, o no podían considerarse las únicas causales por la pérdida de confianza.

En este punto, el rol de las elecciones e inestabilidades políticas parecieron tener más efecto que para la Rep. Oriental del Uruguay donde hay un sistema de partidos y coaliciones de gobierno más estables con un consenso más claro de la orientación macroeconómica del país.

Como pudo apreciarse, la caída en la entrada de capitales como en la demora a decidir inversiones previa a 2014 estaba fuertemente atada a la continuidad del gobierno y al temor de un reacomodo incierto en virtud de la poca diferencia que marcaban las encuestas y los discurso tan contradictorios entre los candidatos en pugna (en el periodo electoral al menos). A lo cual se sumó luego, la incertidumbre sobre la viabilidad de los cambios instrumentados por el mismo gobierno en contra de su propia coalición, en un contexto de causas judiciales que involucraba a todo el establishment político como al empresarial.

Se puede concluir aquí que se vuelve relevante lograr incentivos correctos y confianza para poder avanzar en procesos de estabilización económica en cada caso, aunque los motivos sean diferentes.

3.2. Similitudes de ambos modelos

3.2.1. Implementación de herramientas monetarias heterodoxas

Desde una visión general, el periodo analizado muestra casi el mismo plazo de apreciación y luego de depreciación de sus monedas frente al dólar americano.

En este contexto, el uso de herramientas no convencionales fueron importantes para permitir el uso de políticas monetarias sin efectos indeseados en el tipo de cambio (González-Rozada & Sola, 2014). De todas maneras, se ha detectado el uso de dichos instrumentos con el objetivo de afectar el nivel de inflación, los cuales demuestran no cumplir eficientemente con ese objetivo (González-Rozada & Sola, 2014). González-

Rozada y Solá demuestran que la tasa de interés política es mucho más efectiva, cuando se la acompaña de instrumentos no convencionales que tienen por objetivo conseguir la estabilidad en el resto de las variables.

En este sentido, Brasil implementó: Requisitos de capital para los préstamos de largo plazo, requisitos de capitales mínimos para las reservas de los banco (encajes), medidas para el control de capitales, límites a las exposiciones en divisas y las intervenciones en el tipo de cambio (Barajas, Steiner, Villar, & Pabón, 2014). En el caso de Uruguay tenemos el uso de encajes mínimos, remuneración de las reservas y fondos inmovilizados, intervenciones en el tipo de cambio (vía política de reservas) y medidas para la administración de liquidez en el sistema bancario (González-Rozada & Sola, 2014) (Banco Central del Uruguay, 2015) (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017).

En ambos casos, el uso de los mismos no fue permanente, sino que el uso de uno o varios instrumento fue variando en la medida que el contexto lo iba requiriendo. Más allá de las críticas al respecto que fue tratado más arriba, es importante resaltar en esta instancia la matiz y variedad de instrumentos desarrollados e implementado.

3.2.2. Restricción a afectar las variables consumo y empleo. Implementación de políticas contracíclicas y situación fiscal de los países

La prudencia fiscal fue un elemento distintivo en ambos casos. Luego de varios años de tener un manejo fiscal responsable en términos macros, el deterioro que se dio a partir de las políticas contracíclicas instauradas por ambos gobiernos a partir de 2007-2009. En ambos casos fue común la tendencia negativa en las cuentas públicas, a pesar de la clara diferencia que tomaron sus magnitudes y la capacidad de gestión en cada caso (ver Gráfico 8.A y 8.B).

Los resultados de simulaciones demuestran que el tamaño del impacto de una política fiscal depende del peso atribuido a la contención del gasto y al aumento de la tributación. Se destaca que los ejercicios para el caso de Brasil, los efectos de contención fiscal son significativos en la dinámica de la inflación y el producto (Banco Central de Brasil, 2011). El hecho de que Brasil no haya podido implementar cambios en esta materia, explican en parte, la dificultad de retomar la senda del crecimiento sustentable e inflación más baja, sobre todo a partir de 2014.

En el caso de Uruguay, vemos una situación más contenida del gasto, pero generando niveles de crecimientos bajos con inflación alta, que a mediano plazo podrían transformarse en inconsistencias de mayor relevancia.

La frágil situación que algunos plantean de China (Calvo, 2015), y la anunciada suba de la tasa de interés en EEUU, son elementos que podrían provocar que los niveles de inversión necesarios para desarrollar la región puedan frenarse, en una situación en la cual: los países perdieron capacidad fiscal para sostener la actividad económica, llevando adelante problemas vinculados a la distribución de la riqueza (DE LA TORRE, 2015), esto repercutió en el consumo y los niveles de actividad, las cuales son variables

relevantes en ambas economías analizadas en este trabajo. Adicionalmente, se enfrentan a un contexto con autoridades monetarias y experiencias de los Banco Centrales débiles aún. ¿Cómo podrán afrontar una nueva situación los 2 países en el corto plazo como varios autores vienen anticipando?, y capaz si puedan los gobiernos, pero ¿el sector privado?

3.2.3. Problemas de productividad y competitividad, efectos sobre tensiones en el tipo de cambio

Para avanzar en el diseño e implementación de una —política macroeconómica para el desarrollo (en el sentido planteado en CEPAL (2010)) será preciso idear esquemas que resguarden la coordinación de expectativas pero que al mismo tiempo—a diferencia de los Regímenes de Metas de Inflación clásicos—sean compatibles con un mayor dinamismo económico y permitan configuraciones de precios relativos que incentiven la formación de capital en los sectores más dinámicos desde el punto de vista tecnológico y del potencial crecimiento de la productividad. Solo a los sectores que gozan de ventajas competitivas naturales, cuya demanda proviene predominantemente del exterior y que no suelen enfrentar problemas de competitividad-precio, les resulta indiferente un contexto macroeconómico de crecimiento moderado del nivel de actividad interno y con frecuente propensión a la apreciación cambiaria. Pero esos sectores no han sido, en general, los portadores del cambio estructural y el desarrollo (Abeles & Borzel, 2010). Aun la región tiene una cuenta pendiente en el desarrollo de niveles de generación de valor agregado en las exportaciones a partir de sus principales bienes y servicios exportados.

En este sentido surge con recurrencia en ambos casos, los problemas de productividad real y, dificultades de lograr reducciones de costos, los cuales muchas veces terminan en presiones sobre el tipo de cambio. Es interesante recordar la tendencia del tipo de cambio a partir de 2011 en ambos países, donde se inició un camino de devaluación continua, luego de 6 años de apreciación, con el objeto de acompañar la tendencia regional y poder mantener la competitividad de las empresas en un contexto de comercio restringido.

Como plantea el BID (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017), el pass-through fue un factor importante en el incumplimiento de las metas en ambos casos para los años 2015-2016.

La dificultad en lograr grados de productividad mayores es otro elemento clave para poder independizar a las economías de los países en desarrollo de los procesos exógenos y evitar colocar el 100% de la responsabilidad en el cumplimiento de las metas sobre la política monetaria. Es relevante fomentar actividades de mayor valor agregado e innovación.

Si bien Brasil intentó direccionar el crédito a bajar los costos logísticos, mejorar la infraestructura energética y en vivienda, los esfuerzos fueron insuficientes. Una

discusión a parte será si el problema estuvo en el corto tiempo de implementación, en la ineficacia, en que el punto de partida era muy bajo, etc.

Uruguay, en este sentido también tuvo sus intentos y logros (sobre todo en el sector energético), pero al igual que Brasil, queda un gran trecho por recorrer.

3.3. Derivaciones

Ambos países vieron erosionar sus capacidades de sostener el nivel de crecimiento partir del año 2012-2015 en el marco de un contexto internacional inestable, aun sin lograr recuperar los niveles de actividad previos a la crisis.

En el caso de Brasil, se impulsaron medidas expansivas a pesar de que las mismas generaran un riesgo sobre los niveles de inflación y las cuentas fiscales. Aparentemente, las elecciones y la necesidad de vencer en las mismas por parte del oficialismo, podrían haber sido relevante para la elección de dicho sendero. Esta hipótesis podría quedar confirmada, a partir de los cambios impulsados luego de obtenido el triunfo por parte de la Presidente Dilma Rousseff. Se intentaron tomar las medidas consideradas necesarias, pero en un contexto muy complejo desde el punto de la gobernabilidad, el estado financiero y el contexto internacional que lejos de mejorar, se complejizaba aún más.

En el caso de Uruguay, el cuidado macroprudencial fue mucho más acorde, no pudiendo cumplir con las metas de inflación en la mayoría del periodo analizado, pero logrando niveles de actividad y fiscales más estables.

De todas formas, queda claro que el contexto en que ambos países logran niveles bajos de inflación coincidieron con los periodos de apreciación de sus monedas y de tasas de inflación e interés más bajos a nivel internacional, asimismo, todos los países en desarrollo se vieron favorecidos por los valores de las materias primas y el consiguiente superávit fiscal que dicho contexto permitía. Por otro lado, a partir de los anuncios de alza de la tasa de interés en EEUU, la lenta recuperación de las economías centrales, la caída de los super-precios de los commodities y la búsqueda de inversiones menos riesgosas por parte del capital internacional, expuso los problemas de competitividad e impulsó devaluaciones acompañadas de inflación en los países de América Latina.

Históricamente, las crisis en Brasil tenían efectos muy importantes en Uruguay. Ante la implementación de políticas monetarias contractivas con mayor anticipación que Brasil, permitió sobrepasar el año 2015 con una macro economía más fortalecida. La contracara fue el incumplimiento de las metas de inflación.

Si bien las dimensiones de Uruguay dificultan su capacidad para frenar los efectos exógenos, logró aumentar su capacidad de reacción evitando una situación crítica en 2009, en 2014 frente a la devaluación de Argentina y en 2015 frente a la crisis de Brasil. Todas estas situaciones fueron administradas de manera mucho menos caóticas que la devaluación del 98/99 de Brasil y la de 2001 de Argentina, por citar los ejemplos más cercanos.

4. Conclusiones

Como una conclusión robusta de la evidencia surge que la política “correcta” debería elaborarse en torno a la estrategia de reducir la volatilidad y minimizar los desalineamientos del tipo de cambio real. Esta sugerencia es consistente con los resultados encontrados, ya que la política económica no puede producir apartamientos permanentes o sustentables de su nivel de equilibrio, pero si desvíos transitorios (Fernández, Ferreira, Garda, Lanzilotta, & Mantero, 2005).

Como rescatan Aboal, Lanzilotta, Perera (2006) el tipo de cambio en el caso de Uruguay estaría ajustado por los de Argentina y Brasil. En este sentido, y en la medida en que en el mediano plazo el Tipo de Cambio Real (TCR) sufre importantes variaciones y que las mismas están determinadas por la evolución del TCR de los países vecinos, parece claro que es necesario avanzar en la discusión sobre el grado de coordinación de las políticas macroeconómicas dentro del bloque Mercosur, en particular en cuanto a los regímenes monetarios, los controles de capitales financieros de corto plazo y eventualmente consensuar compromisos fiscales. Este probablemente sea un buen punto de partida para lograr seguir disminuyendo la volatilidad del TCR en la región y en particular el de los países más pequeños (desde el punto de vista económico) como es el caso de Uruguay. La clave para un crecimiento sostenible parece estar más cerca de las propuestas que promueven el equilibrio, que de las otras (Fernández, Ferreira, Garda, Lanzilotta, & Mantero, 2005).

Según la bibliografía analizada sobre el comportamiento de los regímenes de metas de inflación, tanto Brasil como Uruguay, fueron incorporando herramientas no convencionales para mitigar el efecto sobre el Tipo de Cambio, el nivel de actividad, el crédito y el consumo. Se detectó una caída de los efectos exógenos sobre la capacidad de gestión de estos países. Pero es a partir de ello que quedan a la vista los problemas de implementación/transparencia de algunas medidas, como así también, problemas vinculados a la estructura económica no resueltas de estas regiones como ser la competitividad, la dependencia del consumo y de niveles del empleo para evitar las crisis sociales que luego pueden volcarse en crisis políticas con implicancias peores en términos de la macro economía.

Aún parece haber margen, sobre todo en el caso de Uruguay, para dar ciertas señales contundentes en términos de generar eficiencia productiva o de lograr objetivos de inflación factibles (sin perder la exigencia que se requiere de la política monetaria).

Como comenta el BID, los países con regímenes de meta de inflación se caracterizaron en América Latina y el Caribe por haber disminuido los índices de inflación, a pesar de tener valores altos aún y, en algunos casos, las expectativas de inflación superaron sus metas. Adicionalmente, la actividad económica se sostiene moderada y por debajo de las estimaciones de su potencial a nivel regional (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017).

La mencionada institución sugiere que los bancos centrales deben decidir cómo responder a un crecimiento débil y a la vez permitir que la inflación siga disminuyendo. Además, las tasas de interés mundiales pueden aumentar y los precios de las materias primas pueden disminuir, en cuyo caso esta disyuntiva se volvería aún más aguda dado que los tipos de cambio probablemente seguirían depreciándose, aumentando así las presiones inflacionarias (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017).

La conclusión apresurada de un análisis que incorpore la política monetaria es que los bancos centrales deberían mantener el tipo de políticas que han seguido hasta la fecha: tipo de cambio flexible como instrumento de ajuste, y que calibre la política monetaria para mantener una inflación relativamente baja. Estas conclusiones pueden generar un beneficio más bien bajo y riesgos de niveles de inflación significativamente más altos, un des-anclaje de las expectativas de inflación y, potencialmente, una pérdida de credibilidad (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017).

En dicho sentido, los tipos de cambio reales ajustados por la competencia no se han depreciado en todos los países, pero existe un claro vínculo entre esas depreciaciones allí donde han ocurrido y un mejor desempeño de las exportaciones. Además, si el tipo de cambio real se deprecia, aumenta la oferta interna frente a bienes importados. Por lo tanto, hay argumentos sólidos para mantener la credibilidad de los RMI, que a su vez deberían admitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio (Banco Interamericano de Desarrollo, 2017) (Frenkel, 2006).

Parece que la clave está en establecer instituciones y políticas más acordes a economías en desarrollo en el sentido del concepto de “Second Best Institutions” (Rodrik, 2008), que contemplen los límites de la región con el objeto de recuperar la confianza en las autoridades monetarias, pero por sobre todo, incentivos correctos de los actores en función de lograr mayor estabilidad.

Coincidiendo con varios de los autores, los regímenes de metas de inflación en la región parecen ser perfectibles y, en la medida que se logre mejorar la legitimidad de las instituciones y los incentivos a los actores en un marco de políticas macro prudenciales, inversión enfocada en la disminución de las asimetrías productivas (orientadas a la innovación y la incorporación de valor), los países quedarán menos expuestos a los efectos exógenos que parecen ser cada vez más recurrentes y de magnitudes mayores en los años venideros.

Bibliografía

- Banco Central de Brasil.* (2016). Recuperado el 28 de 03 de 2016, de <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/a-hist.asp>
- Abeles, M., & Borzel, M. (2010). El Régimen bajo presión: Los esquemas de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia y Perú durante el boom de los precios internacionales de materias primas. *CEFID AR - Documento de Trabajo N° 31.*
- Aboal, D., Lanzilotta, B., & Perera, M. (2006). ¿Flotación de Jure y de Facto?: La Política Monetaria-Cambiaria en el Período Pos Crisis en Uruguay. *Montevideo, Uruguay: Centro de Investigaciones Económicas (CINVE-Uruguay).*
- Arestisa, P., Ferrari-Filho, F., & de Paulac, L. F. (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics Vol. 25, No. 2., 127-148.*
- Banco Central de Brasil. (2007). *Informe de Inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2010). *Informe de Inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2011). *Informe de inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2012). *Informe de inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2013). *Informe de Inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2014). *Informe de inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2015). *Informe de inflación - diciembre.*
- Banco Central de Brasil. (2016). *Carta Aberta de que trata o parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.*
- Banco Central del Uruguay. (2003). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto Trimestre.*
- Banco Central del Uruguay. (2003). *Boletín de Política Monetaria - Primer Trimestre de 2003.*
- Banco Central del Uruguay. (2003). *Boletín de Política Monetaria - Tercer Trimestre.*
- Banco Central del Uruguay. (2005). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto Trimestre.*
- Banco Central del Uruguay. (2005). *Boletín de Política Monetaria - Segundo Trimestre de 2005.*
- Banco Central del Uruguay. (2005). *Informe de Política Monetaria - Primer Trimestre de 2005.*
- Banco Central del Uruguay. (2006). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre.*
- Banco Central del Uruguay. (2007). *Boletín de Política Monetaria - Primer Trimestre.*

- Banco Central del Uruguay. (2007). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2008). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2009). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2010). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2011). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2012). *Boletín de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2013). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2014). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2015). *Informe de Política Monetaria - Cuarto Trimestre*.
- Banco Central del Uruguay. (2016). *Informe de Política Monetaria - Primer trimestre*.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2017). *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2017*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Barajas, A., Steiner, R., Villar, L., & Pabón, C. (2014). Inflation Targeting in Latin America. *IDB WORKING PAPER SERIES No. IDB-WP-473*.
- Calvo, G. (2015). CONFERENCIA: Latinoamérica: la hora de la verdad. *REVISTA DE ECONOMÍA, Volumen 22 Número 2, Noviembre 2015*. . BCU.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2013). Is Inflation Targeting Still on Target? The Recent Experience of Latin America. *IDB WORKING PAPER SERIES No. IDB-WP-384*.
- Chang, R. (2007). Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America. *Borradores de Economía Nro. 487 - Banco de la República de Colombia*.
- Corbo, V., & Schmidt-Hebbel, K. (2001). Inflation Targeting in Latin America. *Central Bank of Chile Working Papers N° 105*.
- DE LA TORRE, A. (2015). DISCUSSION PANEL1: SHORT-RUN FINANCIAL STABILITY RISK. Augusto de la Torre (World Bank), John Geanakoplos (Yale University) and Guillermo Calvo (Columbia University). *30th Jornadas Anuales de Economía* (págs. 30-59). Banco Central del Uruguay.
- Fernández, A., Ferreira, M., Garda, P., Lanzilotta, B., & Mantero, R. (2005). TCR “competitivo” y otras soluciones desajustadas. *Centro de Investigaciones Económicas (CINVE-Uruguay)*.

- Fernández, A., Hernaiz, D., & Powell, A. (s.f.). *Tasas de interés de política monetaria en América Latina: en bajada, pero no tan rápido*. Recuperado el 24 de mayo de 2017, de [blogs.iadb.org: https://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2017/05/10/tasas-de-interes-de-politica-monetaria-en-america-latina-en-bajada-pero-no-tan-rapido/](https://blogs.iadb.org/Ideasquecuentan/2017/05/10/tasas-de-interes-de-politica-monetaria-en-america-latina-en-bajada-pero-no-tan-rapido/)
- Frenkel, R. (2006). An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics / Summer 2006, Vol. 28, No. 4* 573.
- García, M. (2007). El régimen de metas de inflación en Brasil: evaluación y lecciones de política para los países latinoamericanos. *Economía UNAM VOL 4, NO 011* .
- González-Rozada, M., & Sola, M. (2014). Towards a “New” Inflation Targeting Framework: The Case of Uruguay. *IDB WORKING PAPER SERIES No. IDB-WP-486*.
- Licandro, G., & Mello, M. (2015). News and inflation expectation updates. *Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 2015/008*.
- Licandro, G., & Melo, M. (2014). Firm Inflation expectations and monetary policy in Uruguay. *REVISTA DE ECONOMÍA, Vol. 21, N° 2, Noviembre 2014* ., 43-78.
- Ministerio de Planeamiento. (s.f.). *PAC*. Recuperado el 25 de febrero de 2017, de <http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>
- Mishkin, F. S. (2000). Inflation Targeting in Emerging Market Countries - Working Paper 7618. *National Bureau of Economic Research*.
- Rodrik, D. (2008). SECOND-BEST INSTITUTIONS - Working Paper 14050. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*.

5. Apéndice de gráficos

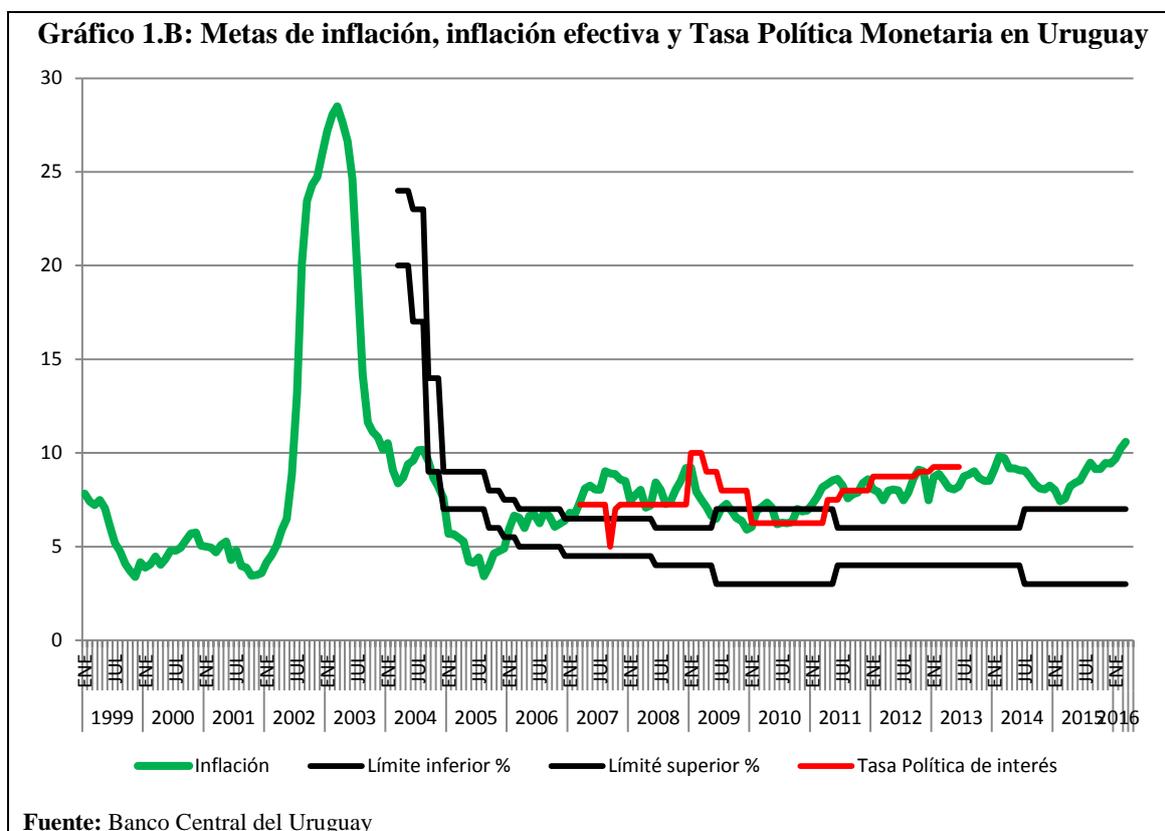
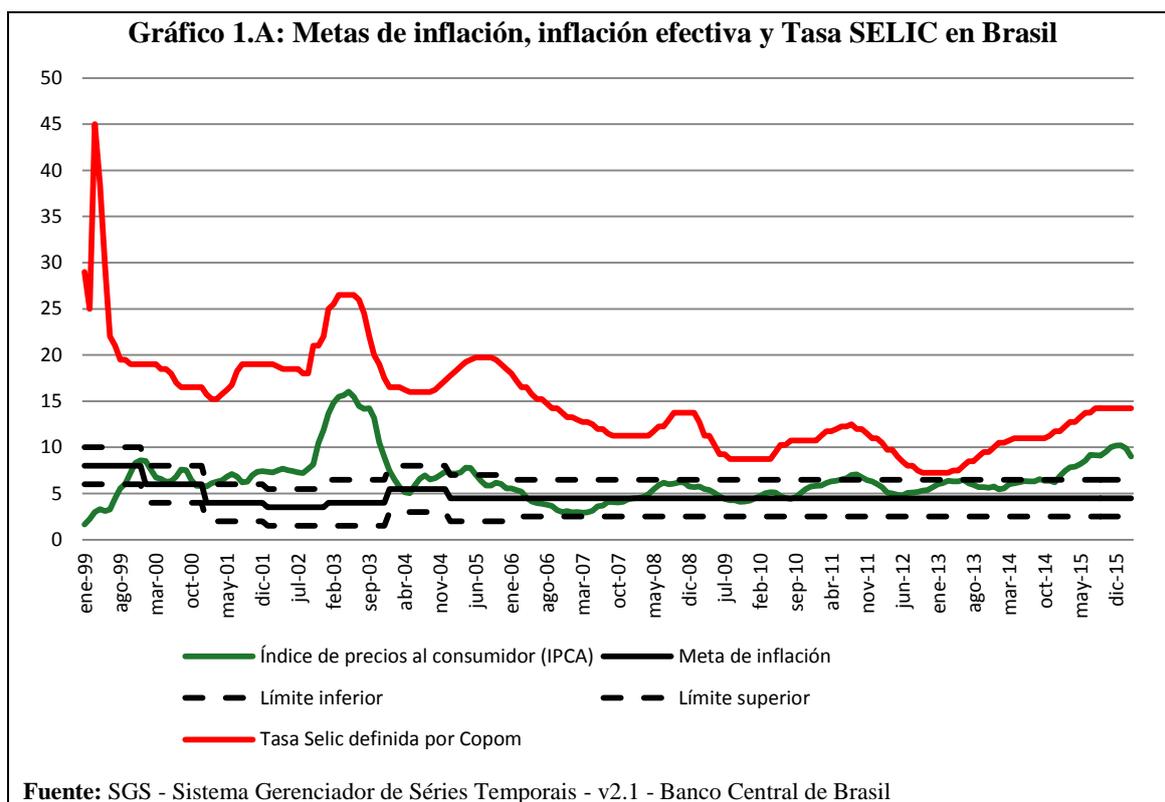
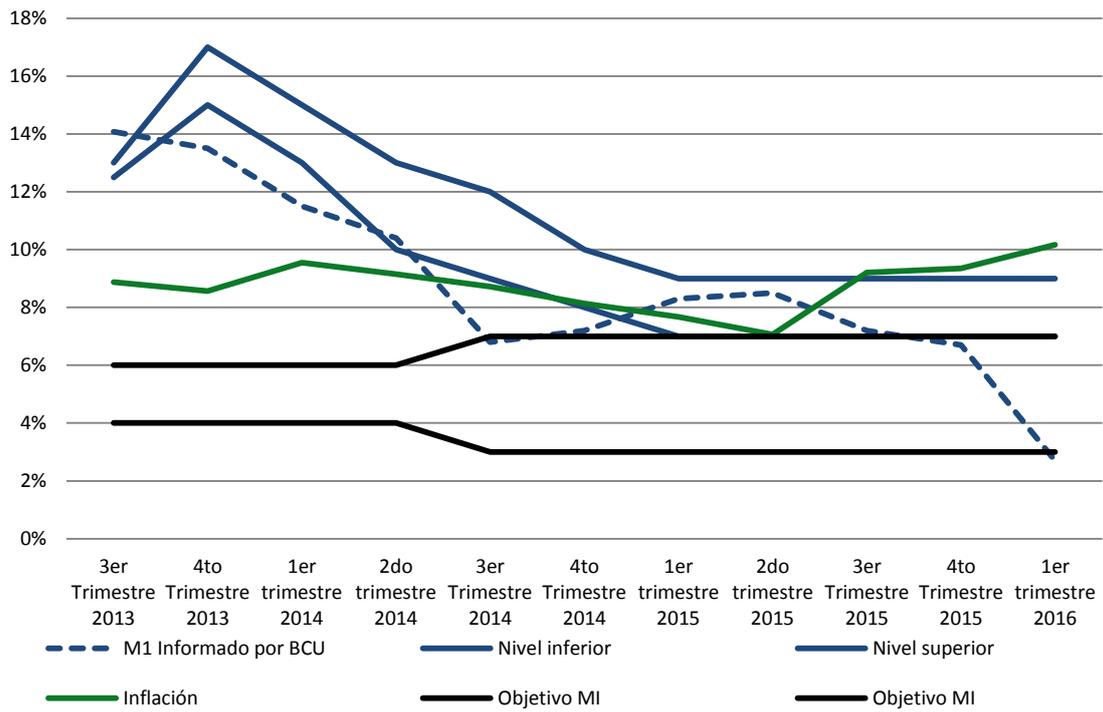
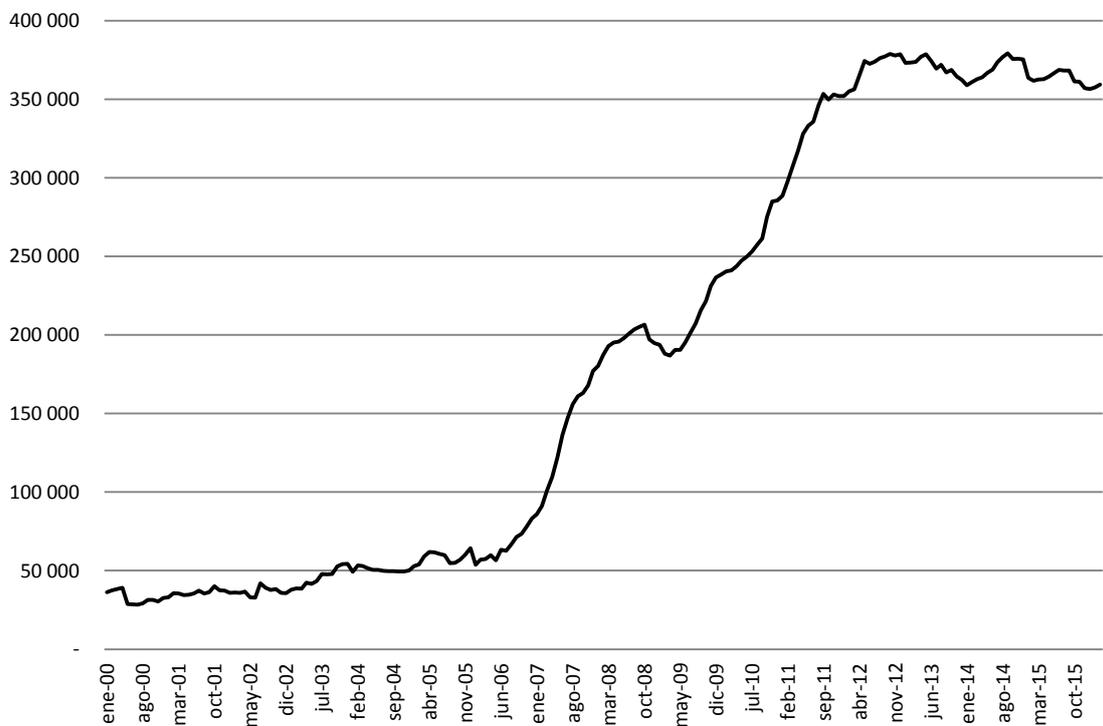


Gráfico 1.C: Metas de inflación, inflación efectiva y variación de la M1 en Uruguay



Fuente: Banco Central del Uruguay

Gráfico 2.A: Reservas en Millones de USD del Banco Central de Brasil



Fuente: SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1 - Banco Central de Brasil

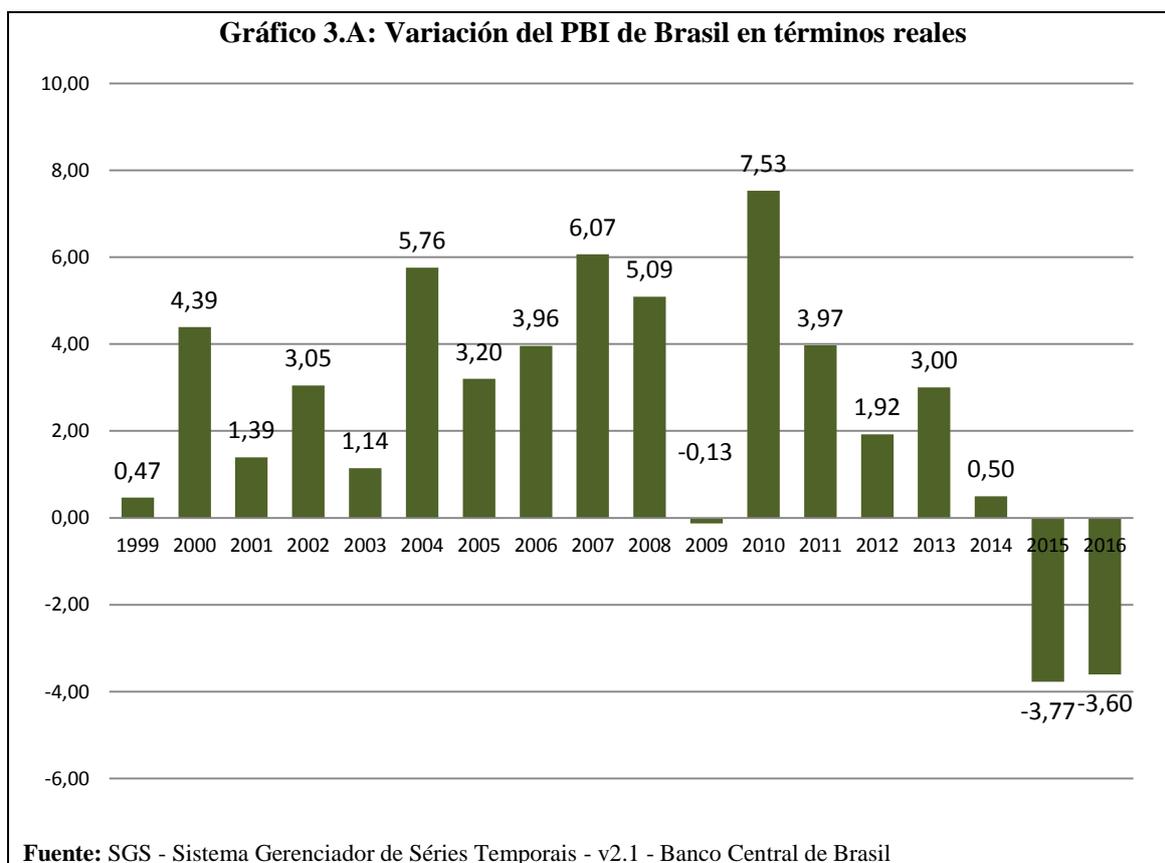
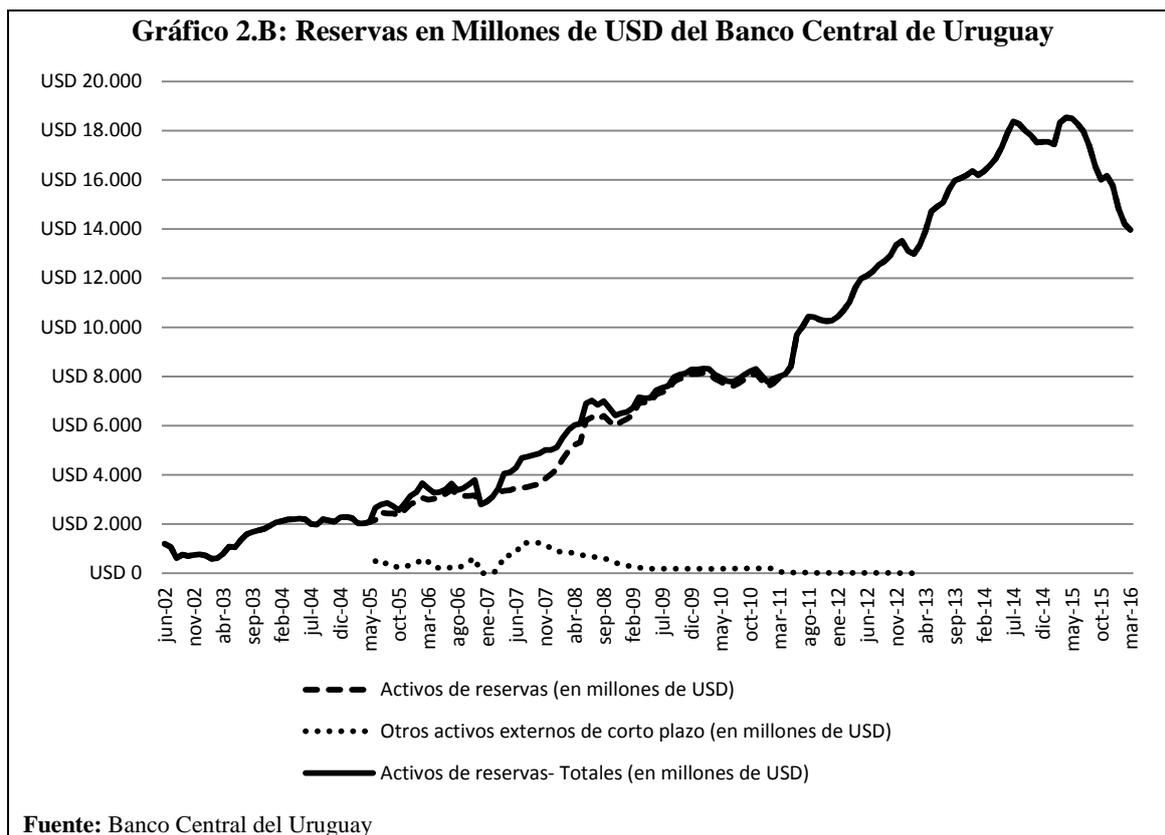
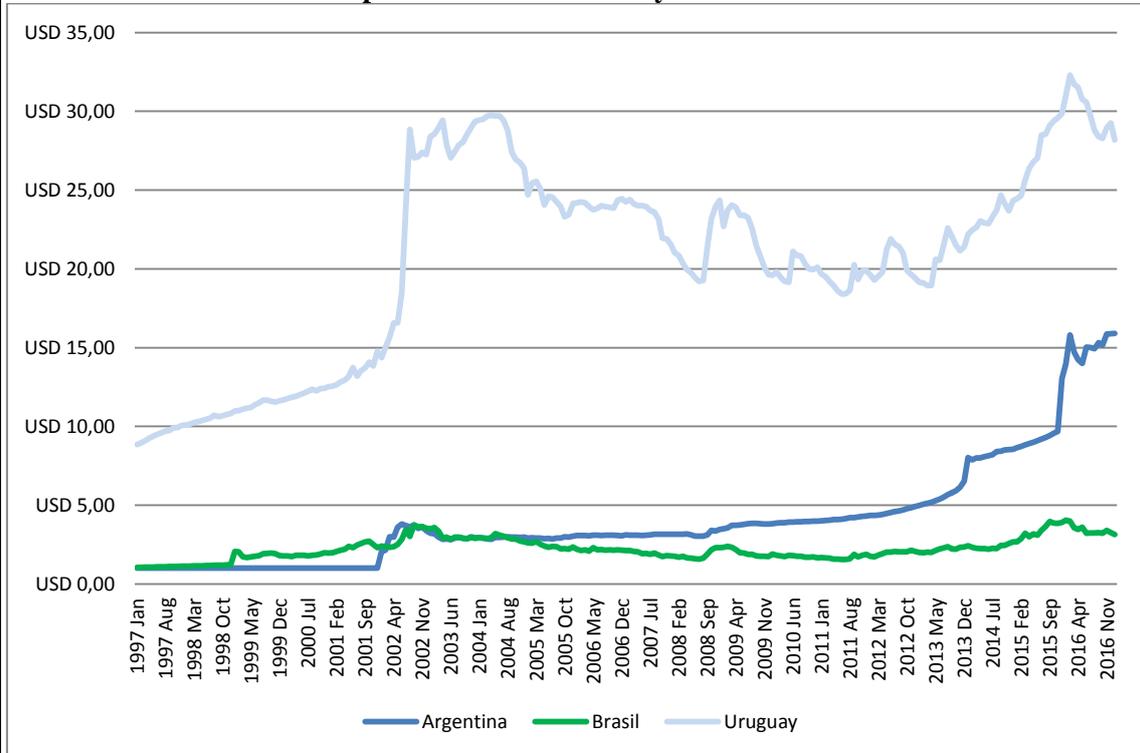


Gráfico 3.B: Variación del PBI precios constantes base 2005 en Uruguay



Fuente: Banco Central del Uruguay

Gráfico 4: Tipo de cambio. Moneda y Dólar estadounidense.



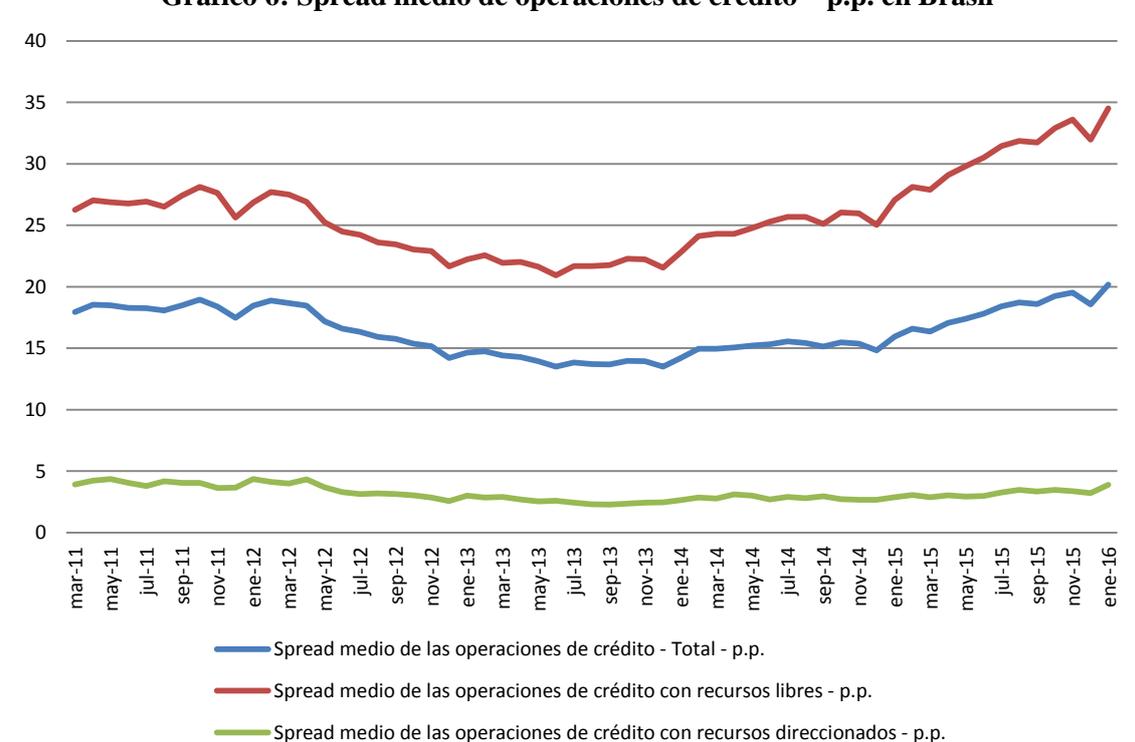
Fuente: The Latin Macro Watch. Inter-American Development Bank

Gráfico 5: Crédito interno al sector privado (% del PIB) en Brasil y Uruguay



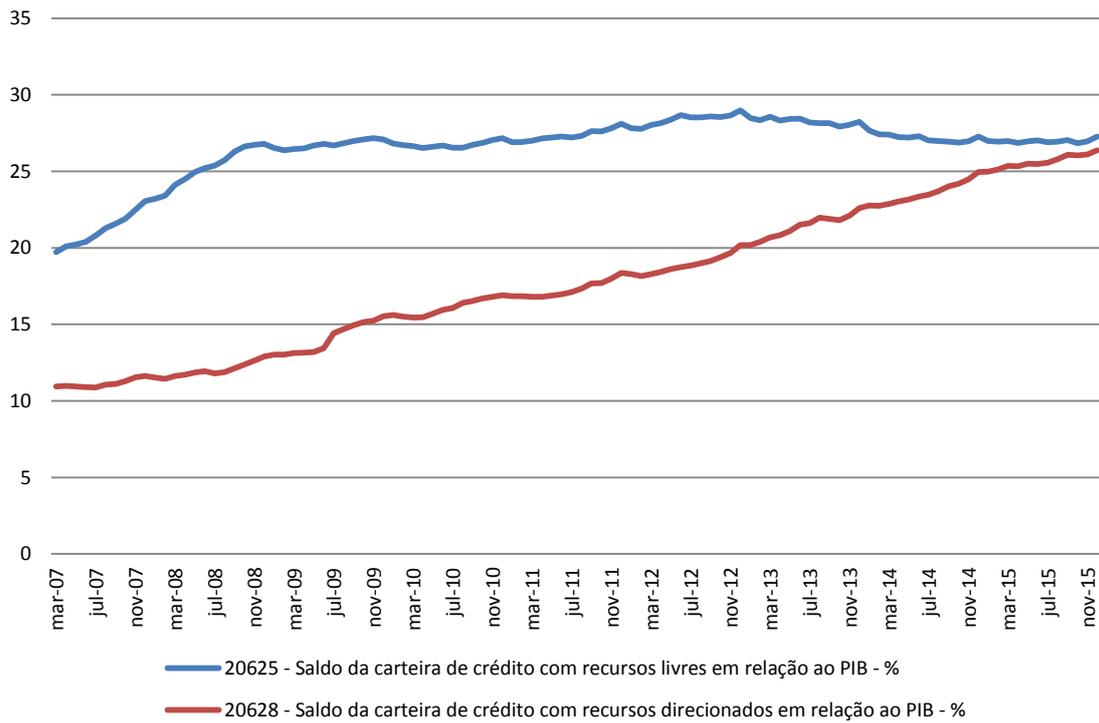
Fuente: Banco Mundial. <http://datos.bancomundial.org>

Gráfico 6: Spread medio de operaciones de crédito – p.p. en Brasil



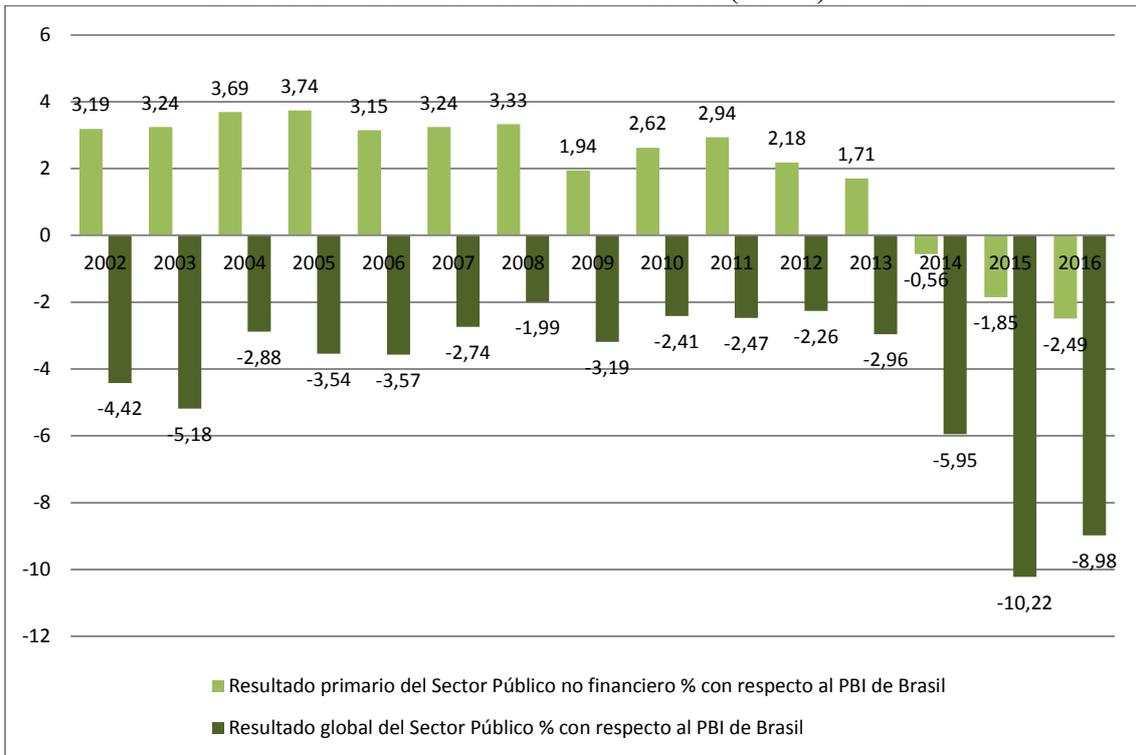
Fuente: SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1 - Banco Central de Brasil

Gráfico 7: Créditos según destino (libre y direccionado) (% PIB) en Brasil



Fuente: SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1 - Banco Central de Brasil

Gráfico 8.A: Situación del Sector Público (%PIB) en Brasil



Fuente: SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1 - Banco Central de Brasil

