



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

INFORME DE POLITICA MONETARIA

---

**SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007**

<b>SÍNTESIS.....</b>	<b>3</b>
<b>I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL... 4</b>	<b>4</b>
<i>Estados Unidos.....</i>	<i>5</i>
<i>Europa.....</i>	<i>7</i>
<i>Japón.....</i>	<i>8</i>
<i>China.....</i>	<i>8</i>
<i>La Región.....</i>	<i>10</i>
<i>Argentina.....</i>	<i>10</i>
<i>Brasil.....</i>	<i>13</i>
<b>II. LA ECONOMÍA URUGUAYA..... 16</b>	<b>16</b>
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO.....	16
<i>Oferta y utilización finales.....</i>	<i>17</i>
<i>Sectores productivos.....</i>	<i>19</i>
<i>El mercado de trabajo.....</i>	<i>22</i>
SECTOR EXTERNO.....	25
<i>Movimientos Financieros.....</i>	<i>25</i>
<i>Cuenta Corriente.....</i>	<i>27</i>
EL SECTOR FISCAL.....	30
<i>Entorno macro y principales agregados.....</i>	<i>30</i>
<i>Ingresos y Gasto Primario consolidados SPNF.....</i>	<i>30</i>
<i>Intereses SPNF.....</i>	<i>34</i>
<i>Deuda Pública: dinámica, estructura y gestión.....</i>	<i>35</i>
EL SISTEMA FINANCIERO.....	39
<i>Los depósitos de residentes en el sistema bancario.....</i>	<i>39</i>
<i>El crédito bancario.....</i>	<i>41</i>
<i>La evolución de las tasas de interés.....</i>	<i>43</i>
<i>Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero.....</i>	<i>45</i>
DESARROLLO MACROECONÓMICO RECIENTE: LOS INDICADORES DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007.....	48
<b>III. LA INFLACIÓN..... 49</b>	<b>49</b>
<i>Evaluación del comportamiento de la inflación.....</i>	<i>49</i>
<i>Los precios administrados y los volátiles.....</i>	<i>50</i>
<i>Los precios de bienes transables.....</i>	<i>50</i>
<i>Los costos unitarios de la mano de obra.....</i>	<i>51</i>
<i>La inflación subyacente.....</i>	<i>52</i>
LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS.....	55
<i>Resultados recientes.....</i>	<i>55</i>
<b>IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS VARIABLES MONETARIAS..... 57</b>	<b>57</b>
LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007.....	57
LOS MEDIOS DE PAGO.....	58
<i>La evolución del agregado monetario M1.....</i>	<i>58</i>
<i>La oferta de dinero primario.....</i>	<i>60</i>

<i>Los factores de variación de la BM</i> .....	61
<i>La composición de la BM</i> .....	62
<i>El multiplicador monetario</i> .....	63
<b>V. POLÍTICA MONETARIA Y BALANCE DE RIESGOS</b> .....	<b>65</b>
<b>ANEXO: COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA</b> .....	<b>68</b>
<b>ANEXO: CUADROS ESTADÍSTICOS</b> .....	<b>70</b>
<b>CUADRO 1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN</b> <b>CUADRO 2: FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA</b> <b>CUADRO 3: ESTADÍSTICAS RESUMIDAS</b> <b>ACRÓNIMOS UTILIZADOS</b> .....	<b>71</b>
<b>CUADRO 2: FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA</b> <b>CUADRO 3: ESTADÍSTICAS RESUMIDAS</b> <b>ACRÓNIMOS UTILIZADOS</b> .....	<b>72</b>
<b>CUADRO 3: ESTADÍSTICAS RESUMIDAS</b> <b>ACRÓNIMOS UTILIZADOS</b> .....	<b>73</b>
<b>ACRÓNIMOS UTILIZADOS</b> .....	<b>74</b>

## SINTESIS

Durante el primer trimestre de 2007 la economía continuó experimentado un sólido ritmo de crecimiento, El proceso de crecimiento completó diecisiete trimestres consecutivos. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2007 sugieren que el nivel de actividad continuó expandiéndose.

En el primer trimestre del año la inflación, medida a través del Índice de Precios al Consumo, alcanzó 2.12% . La inflación de los 12 meses finalizados en junio de 2007 fue de 8,05%, ubicándose por fuera del rango objetivo anunciado por la autoridad monetaria.

Para los próximos meses se prevé que la economía continúe enfrentando un contexto favorable en cuanto a financiamiento y demanda externa, aunque no se estima una recuperación sustantiva en los términos de intercambio.

En su reunión ordinaria celebrada el 6 de julio de 2007 el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay mantuvo, de acuerdo con la meta de estabilidad de precios establecida por el Comité de Coordinación Macroeconómica integrado por el MEF y el BCU, como rango meta de inflación anual el comprendido entre 4% y 6% para el período que finaliza en diciembre de 2008, manteniendo así el horizonte de dieciocho meses. En forma consistente con el contexto macroeconómico previsto para dicho período – y teniendo especialmente en cuenta que la inflación se ubicó por encima de la meta y la existencia de presiones inflacionarias – se ha decidido mantener una posición de política monetaria restrictiva con un incremento nominal de los medios de pago (M1) no mayor al 9% anual.

## I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL

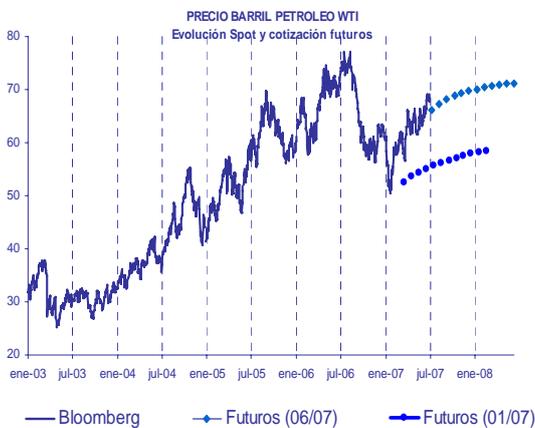
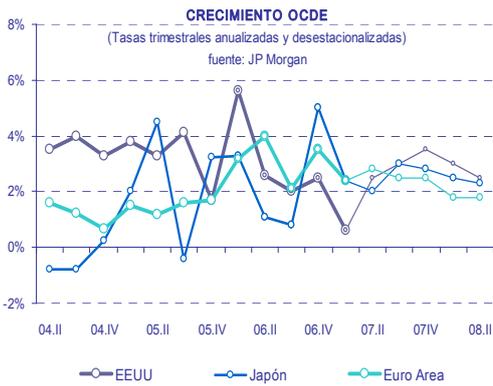
El primer trimestre de 2007 mostró una desaceleración del crecimiento de las principales economías desarrolladas, mientras se mantuvo el alto desempeño en los mercados emergentes más relevantes, particularmente China e India.

La desaceleración fue particularmente notoria en el caso de la economía norteamericana que redujo su tasa de crecimiento desde el 2.4% en el cuarto trimestre de 2006 al 0.7% en el primer trimestre de 2007.

En conjunto, el escenario mundial parece estar orientado a la resolución gradual de los desbalances globales, con reducciones graduales del déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos de Norteamérica y una reducción más notoria de los superávits de los países petroleros, lo que iría lentamente afectando la liquidez internacional, profundizando el proceso reciente de aumento de las tasas de referencia de largo plazo, llegando eventualmente a una corrección en el valor del riesgo soberano en el mediano plazo.

Sin embargo, para el 2007 y 2008, en un escenario base, se mantendría un crecimiento de la economía mundial relativamente alto, aunque menor al del 2006. Se espera una disminución en el crecimiento del producto de los Estados Unidos de aproximadamente un punto porcentual con respecto a la tasa alcanzada en el 2006, un desaceleración menor en la economía europea, pero un crecimiento mayor en Japón. Mientras tanto, la economía china se espera que crezca por encima del 10% anual.

Esto permitiría mantener un entorno de precios elevados – aunque en descenso– de los productos básicos relevantes para los países de la región. Asimismo, las condiciones financieras seguirían manteniéndose relativamente favorables, a pesar de una liquidez mundial más restringida. Los riesgos principales siguen estando en el precio del petróleo y la resolución más acelerada de los desbalances globales.



En lo que respecta a las tasas de interés, los mercados parecen esperar cierta estabilidad de tasas en los Estados Unidos, y un incremento en Europa y Japón.

Los precios del petróleo, desde el pico alcanzado en el mes de agosto de 2006, fueron reduciéndose hasta el mes de enero de 2007, gracias a una combinación de factores del lado de la demanda por menor actividad económica más factores climáticos favorables a una menor consumo de energía, aunque el proceso fue parcialmente contenido por recortes del lado de la oferta. Desde enero este proceso de caída se ha revertido y los precios se han ubicado en las últimas semanas en niveles cercanos a los 70 dólares por barril. Las estimaciones de la oferta y la demanda para este año, consistentes con una considerable expansión de la economía mundial, justifican los incrementos observados.

De la misma manera se espera que los precios de los productos agrícolas permanezcan en niveles elevados al menos hasta finales de 2007, dado la sostenida demanda mundial y una menor oferta.

<b>PROYECCION DE CRECIMIENTO</b>		
<b>Principales Economías</b>		
	<b>2007</b>	<b>2008</b>
EE.UU	2.1%	2.8%
Japón	2.6%	2.5%
Euro Area	2.8%	2.1%
China	10.8%	9.5%
Países Desarrollados	2.5%	2.5%
Países Emergentes	6.4%	6.1%
Economía Global	3.3%	3.3%

Fuente: J.P.Morgan (1.6.2007)

## **Estados Unidos .**

En el primer trimestre de este año, la economía de los Estados Unidos creció 0,7% (anualizado), una tasa claramente inferior a la de los trimestre anteriores. Esta caída está fuertemente determinada por el comportamiento de las Exportaciones netas que pasaron de tener una contribución al crecimiento del PIB de 1.6% en el cuarto trimestre de 2006 a una contribución negativa de -0.8% en el primer trimestre 2007. Las Exportaciones de bienes y servicios aumentaron 0.7% mientras que las Importaciones crecieron 5.5%. La Inversión Fija también tuvo una contribución negativa al crecimiento de -0.62% aunque menor al trimestre anterior, gracias a que la caída en la inversión residencial fue algo menor al trimestre anterior y a que la inversión no residencial creció 2.6%. El Consumo personal creció por segundo trimestre consecutivo a una tasa de 4.2%, mientras que el consumo del gobierno aumentó 1%.

Para el 2007 se espera un crecimiento del producto de 2.1%, bastante por debajo del crecimiento alcanzado en el año 2006, pero superior al desempeño del primer trimestre del año.

Si bien los datos del primer trimestre del año muestran la desaceleración de la economía, es posible que este proceso no se profundice en los próximos meses. Se espera que los efectos de la crisis en el sector inmobiliario iniciada en el 2006 no tenga un mayor efecto contractivo sobre el resto de la economía. Algunos indicadores -como los de actividad industrial- parecen estar mostrando cierta recuperación en los últimos meses. Asimismo, la devaluación en curso de la moneda norteamericana frente a otras monedas puede estimular el crecimiento de las exportaciones a la vez que acotar la expansión de las importaciones.

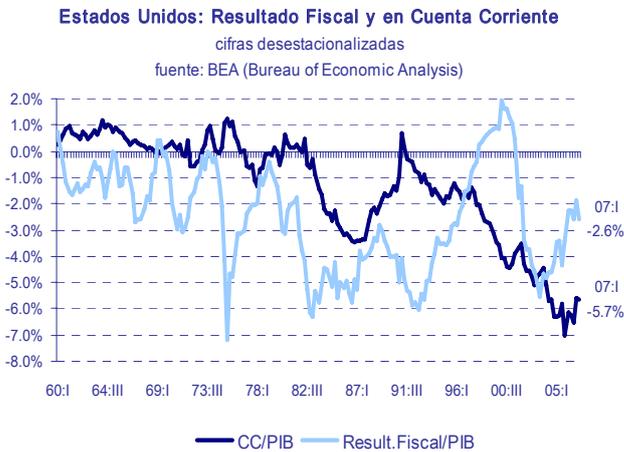
De acuerdo con los últimos datos del Departamento de Comercio de los Estados Unidos, el déficit comercial continúa reduciéndose. En marzo fue de 62.4 miles de millones de dólares, en abril se redujo a 58.5 miles de millones.

Esta ha sido una de las causas por las cual el déficit en cuenta corriente se viene reduciendo hasta alcanzar el 5.6% del Pib en el primer trimestre del año, desde un porcentaje de 7% a fines de 2005.

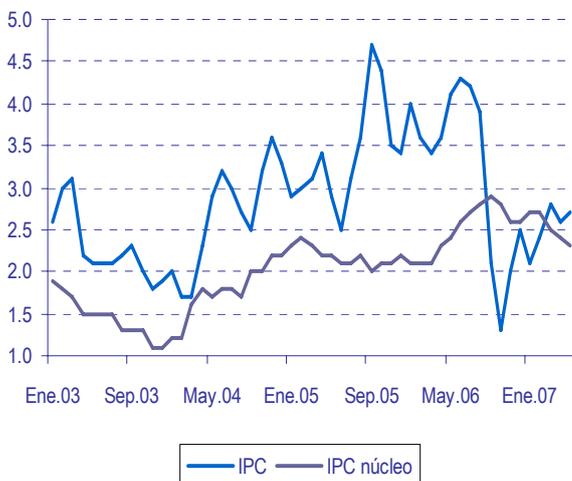
De igual manera, el déficit fiscal también se ha reducido en los últimos trimestres.

Desde diciembre de 2006, la inflación anual se ha ubicado por encima del 2%, alcanzando una tasa de 2.7% en el mes de mayo. Sin embargo, la parte más estable de la inflación, que se encuentra aún por encima de la zona de confort de la Reserva Federal (1%-2%), se ha estado moviendo a la baja en los últimos meses hasta alcanzar una tasa anual de 2.3% en el mes de mayo.

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su última reunión de fines del mes de junio ha decidido mantener la tasa de



**ESTADOS UNIDOS**  
Indice de Precios al Consumo- tasa anual  
fuente: BLS



## INFORME DE POLITICA MONETARIA

interés de referencia en 5.25%, el mismo nivel desde junio del año pasado.

El Comité basó su decisión en que si bien los últimos datos observados en el núcleo de la inflación han mostrado una modesta reducción, aún persisten presiones inflacionarias y que el alto nivel de utilización de la capacidad instalada tiene el potencial de sostener tales presiones.

### Europa

La economía europea también registró un menor ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2007. Mientras que el crecimiento en el cuarto trimestre de 2006 fue de 3.5% (anualizado) en el primer trimestre de 2007 esa tasa se redujo a 2.4%. Se destaca en particular el menor crecimiento de la economía alemana, que pasó de crecer a una tasa de 4% en el cuarto trimestre de 2006 al 2,1% en el primer trimestre de 2007.

Varios indicadores parecen señalar un mayor crecimiento en la segunda mitad del año lo cual permitiría alcanzar la tasa prevista de crecimiento de 2.8% en la zona del euro y un crecimiento de 2.9% en el Reino Unido.

El aumento del nivel general de precios se encuentra convergiendo a la zona de comodidad del Banco Central Europeo (2%). En el mes de mayo, la inflación anual alcanzó una tasa de 1.6%. y las proyecciones para el año 2007 se mantienen en 2.2%.

El Banco Central Europeo, en su reunión del mes de junio, resolvió incrementar la tasa de referencia en 25 puntos porcentuales, alcanzando de esta manera, un nivel de 4%. Los analistas esperan que esa tasa sea mantenga en la proxima reunión en el corriente mes de julio, pero que se vuelva a incrementar otros 25 puntos básicos en el mes de setiembre.

PROYECCION DE INFLACION Principales Economías		
	2007	Jun.08
EE.UU	3.4%	2.5%
Japón	0.0%	0.4%
Euro Area	2.2%	2.0%
China	2.9%	3.2%
Países Desarrollados	2.3%	1.9%
Países Emergentes	4.2%	4.3%
Economía Global	2.7%	2.4%

Fuente: J.P.Morgan (1.6.2007)

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

Aunque en los últimos meses la inflación se ha ubicado por debajo del 2% determinado por el BCE, los mercados esperan una aceleración de la inflación hacia fines de año, debido principalmente al encarecimiento de la energía.

El euro ha continuado apreciándose frente a la moneda norteamericana, gracias – fundamentalmente- a la reducción del diferencial de tasas de interés.

### Japón

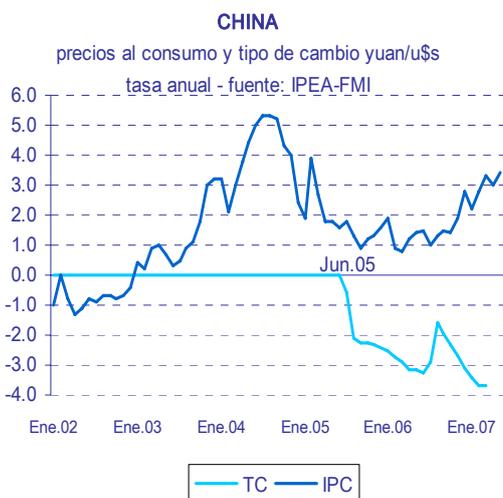
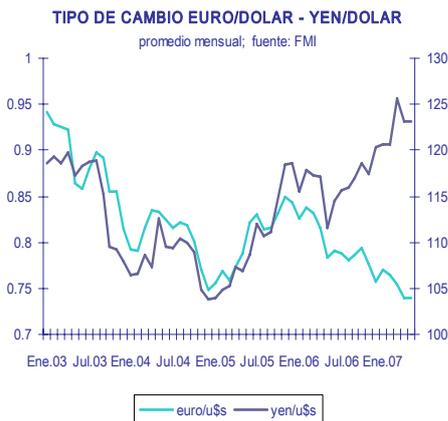
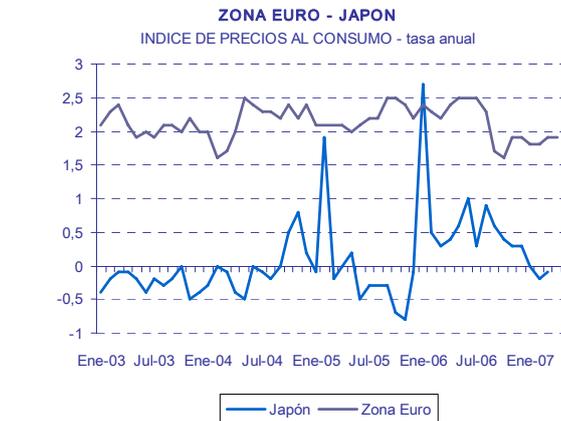
Al igual que las economías europea y norteamericana, la economía japonesa enlenteció su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2007. En el cuarto trimestre, el PIB creció 1.2% sobre el trimestre anterior (una tasa anualizada de 5%), pero ese crecimiento se redujo a apenas 0.6% (2.4% anualizado) en el primer trimestre de 2007. Esta desaceleración se explica por el lado de la demanda por una reducción en el crecimiento de la Inversión, mientras que el Consumo privado y las Exportaciones líquidas mantuvieron el dinamismo del trimestre anterior. La depreciación del yen frente al dólar estadounidense ha contribuido al incremento de las exportaciones.

Para el año 2007 se estima una tasa de crecimiento del PIB de 2,6% y niveles de inflación en torno al 0%.

La inflación anual viene presentando tasas negativas desde el mes de febrero de este año. En el mes de mayo se situó en -0.3%, algo por encima de las medidas de núcleo inflacionario.

En este marco, el Banco de Japón mantuvo la tasa de interés de referencia en 0.5% en su reunión del mes de mayo. Se prevé, sin embargo, que la tasa de interés de referencia se ubique en 0.75% a fines de 2007, siguiendo con esa tendencia al alza en el año 2008.

### China



## **INFORME DE POLITICA MONETARIA**

La economía china creció 11.1% en el primer trimestre de 2006, un mayor dinamismo respecto al 10.5% de crecimiento en la segunda mitad del año 2006. Este dinamismo se ha basado en un alto crecimiento de la inversión, y en un buen desempeño de las exportaciones.

La inflación ha mostrado una cierta aceleración en los últimos meses, con tasas anuales superiores al 3% desde el mes de marzo, alcanzando en mayo de 2007 una tasa anual de 3.4%.

CRECIMIENTO REGIONAL			
	2006	2007(*)	2008(*)
Brasil	3.70%	4.30%	4.10%
Argentina	8.50%	7.70%	6.30%

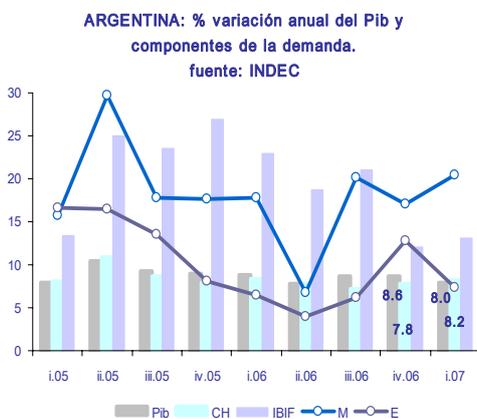
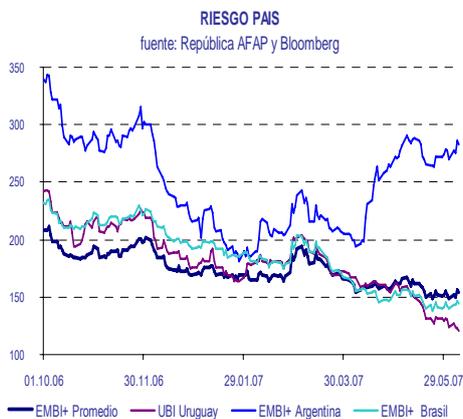
INFLACION			
	2006	2007 (*)	2008 (*)
Brasil	3.14%	3.60%	3.99%
Argentina	9.80%	9.60%	10.50%

Fuentes: Brasil - IBGE; BCB (22.6.07), Argentina: REM-BCRA (05/07) (\*) proyección

## La Región

Las economías de Brasil y Argentina continuaron mostrando un dinamismo importante en el primer trimestre de 2007. En Argentina el crecimiento del producto volvió a ubicarse en un nivel de 8%, mientras que en Brasil la tasa de crecimiento superó el 4% y parece situarse en un nivel de desempeño más acelerado. En ambos países el impulso que continúan recibiendo del contexto internacional favorable se ha visto incrementado por el crecimiento de la demanda interna. Mientras las ventas al exterior continúan expandiéndose, las importaciones siguen creciendo a mayor ritmo, de manera que la mayor contribución al crecimiento del producto descansa en la demanda interna. Se verifica un importante crecimiento del Consumo Privado, algo por encima al crecimiento del PIB; pero es de destacar la mayor contribución al crecimiento que continúa mostrando la Inversión. Este incremento en la incorporación de bienes de capital es lo que podrá hacer más sostenible el crecimiento en el futuro.

Para el resto del 2007 y 2008 se estima que continuará el buen desempeño de ambas economías, con cierta desaceleración del crecimiento en Argentina, mientras que en Brasil se mantendría la expansión en niveles similares a los del año anterior. Como ya ha sido señalado, ambas economías se han beneficiado de la evolución favorable de la economía global, lo cual colaboró para el logro de un entorno macroeconómico interno favorable al crecimiento. De la misma manera, la evolución reciente de algunos indicadores, como el mayor peso de la demanda interna en el crecimiento y la moderada disminución de los superávits en cuenta corriente, parecen ser el reflejo regional del proceso de resolución gradual de los desequilibrios a nivel global.

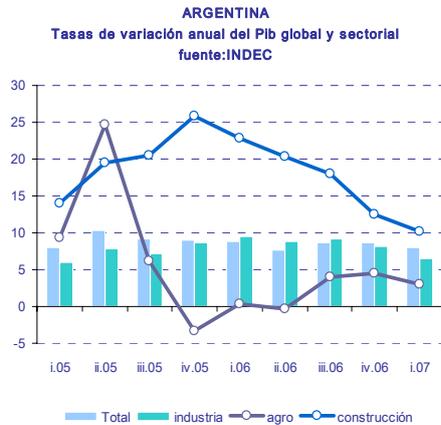


## Argentina

En el primer trimestre de 2007 la economía argentina creció 8% respecto al primer trimestre de 2006, una tasa ligeramente menor a la del trimestre anterior (8.6%).

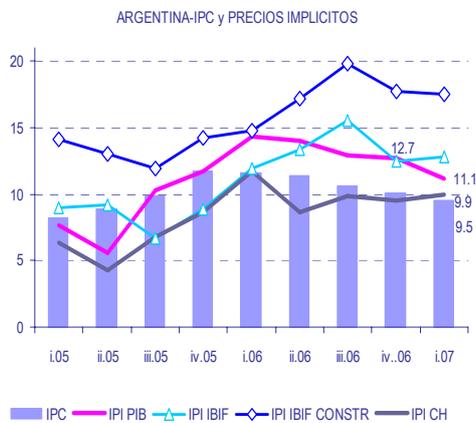
## INFORME DE POLITICA MONETARIA

Del punto de vista sectorial la mayor contribución a la expansión global del PIB provino de los sectores productores de Servicios que crecieron en conjunto 8.4% y aportaron más del 60% del aumento total. Dentro de estos sectores se destaca el crecimiento del sector Comercio que registró una tasa de 10.3%.

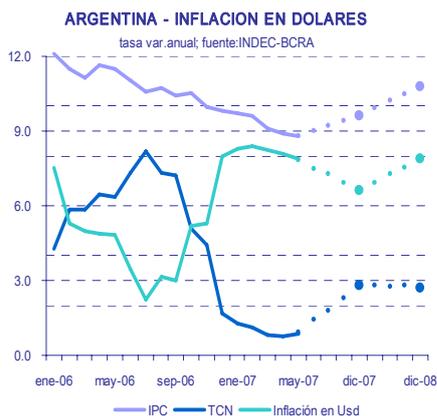


El sector productor de bienes tuvo una contribución positiva aunque menor al crecimiento global. Se destaca el desempeño logrado por la industria manufacturera, que creció 6.5% en el trimestre; el crecimiento más moderado del sector Agropecuario que registró una tasa de 3.0%; y la actividad de Construcción, a pesar que siguió mostrando una desaceleración en su dinamismo, desde el 25% anual del cuarto trimestre de 2005 a una tasa de 10.2% en el primer trimestre de 2007.

Del punto de vista de los componentes de la demanda, se destaca el empuje de la demanda doméstica, particularmente de la Formación de Capital Fijo, que registró un crecimiento de 13.1% en el trimestre. El componente más dinámico dentro de la Inversión Fija lo constituyó la inversión en Maquinaria y Equipo que creció 20.9%. El Consumo Privado creció por primera vez en muchos trimestres a una tasa superior al PIB; alcanzando 8.2% de aumento interanual.



Las Exportaciones netas continúan generando una contribución negativa al crecimiento del PIB. En el trimestre contribuyeron con (-)1.4% al crecimiento global. Esto se debe a que las Importaciones continúan creciendo a tasas muy superiores al crecimiento de las Exportaciones. En el trimestre las Importaciones crecieron 20.4%, por encima de la tasa del trimestre anterior, mientras que las Exportaciones crecieron 7.4%, por debajo de la tasa del cuarto trimestre de 2006.



La inflación anual al mes de mayo medida a través del Índice de Precios al Consumo (IPC) que calcula el INDEC fue de 8.8%, inferior a la tasa de 9.8% alcanzada en el mes de diciembre.

Los salarios han tenido reajustes bastante superiores a los precios medidos en el IPC. El Índice Medio de Salarios(IMS) calculado por

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

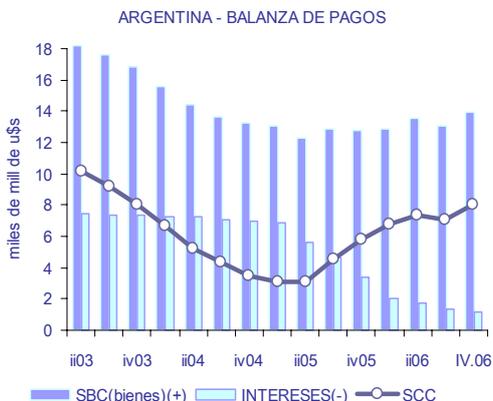
el INDEC registró en el mes de abril una tasa anual de crecimiento de 19.3%. El índice de Costo de la Construcción muestra también una dinámica muy superior a los precios medidos por el IPC, con una tasa anual de 17.5% en el mes de mayo.

El promedio mensual del tipo de cambio nominal se situó en el mes de mayo en 3.08 pesos por dólar, lo que implica un incremento de 0.9% respecto al mes de diciembre de 2006. La tasa de devaluación nominal ha estado decreciendo desde el mes de julio de 2006, cuando alcanzó un máximo de 8% en términos anuales. De esta manera, la inflación en dólares sigue registrando las altas tasas de los últimos meses, aún si la medimos con las cifras oficiales de los precios al consumo.



De acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), el tipo de cambio nominal tendrá un incremento anual a diciembre de 2007 de 2.8%, mientras que la inflación alcanzará el 9.6%. De acuerdo con estos datos, la inflación en dólares alcanzaría el 6.6%.<sup>1</sup>

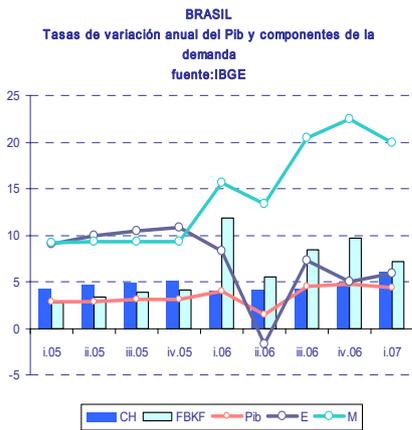
Los datos fiscales muestran que Argentina alcanzó un superavit primario de 3.3% del PIB en el año 2006 (3.4% en el 2005 y 3.7% en el 2004). Esta leve caída se debe a un incremento apenas superior de los gastos sobre el incremento de los ingresos. Para diciembre de 2007 se espera que el superavit primario vuelva a reducirse levemente hasta alcanzar el 3% del PIB.



En cuanto al sector externo, Argentina sigue acumulando superavits comerciales y en cuenta corriente aunque inferiores en el margen. En el período enero-abril de 2007 las exportaciones de bienes crecieron 10% en valor mientras que las importaciones aumentaron 24%. El superavit comercial en los doce meses acumulados a abril alcanzó 11.4 miles de millones de dólares, algo inferior al 12.3 del año 2006.

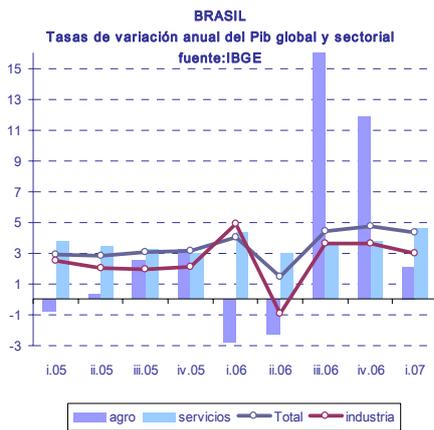
<sup>1</sup> De acuerdo a la información recabada en fuentes privadas, los datos de inflación esperada recolectados por el Banco Central de la República Argentina también están afectados por los efectos de los cambios en los criterios de medición, por lo que la inflación esperada podría ser superior a la reportada.

Brasil



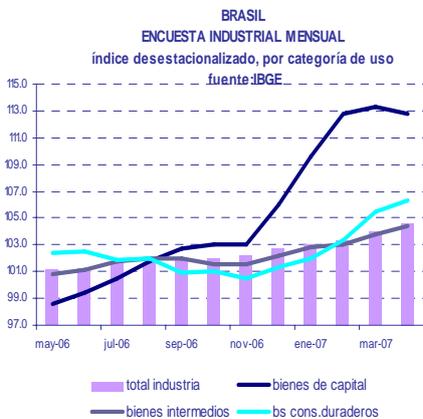
En el primer trimestre de 2007 el Pib de Brasil registró un aumento de 4.4%., una tasa similar a la alcanzada en los dos trimestres anteriores, lo cual parece estar mostrando una leve aceleración del crecimiento.

Como se ha señalado, el marco fiscal de la política macroeconómica de Brasil en los últimos tiempos se ha tornado más sólido con la generación de superávits fiscales primarios, el logro de considerables superávits en cuenta corriente, la ampliación de las reservas internacionales así como la mejora del perfil de la deuda pública interna y la recompra de títulos soberanos en el mercado internacional.



Del punto de vista sectorial, el crecimiento del Pib de 4.4% en el primer trimestre se reparte entre incrementos de 2.1% en el sector agropecuario, 3.0% en la industria y 4.6% en los servicios. En el sector de Servicios se destaca el crecimiento de la actividad de Comercio con un crecimiento de 6% en el trimestre.

En relación con los componentes de la demanda, el mayor dinamismo le correspondió a la demanda interna. Tanto el Consumo Privado como Público crecieron 6%, por encima del incremento del PIB. Según el informe Cuentas Nacionales Trimestrales del IBGE, el incremento en el Consumo de los Hogares en el cuarto trimestre se debió al aumento del 6.4% de la masa salarial real en el trimestre, gracias a incrementos tanto en el empleo como en el salario real; más el aumento en el volumen de crédito..



El componente más dinámico de la Demanda, sin embargo, fue la Formación Bruta de Capital Fijo que creció 7.2%, con un incremento de 2.2% de la Inversión en Construcción, y de 12.5% en Maquinaria y Equipos.

La mayor incorporación de bienes de capital ha sido posible gracias a un incremento muy importante en las Importaciones de bienes de capital pero también a un incremento de la producción doméstica tal

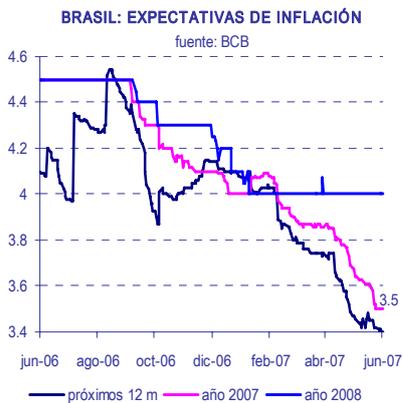
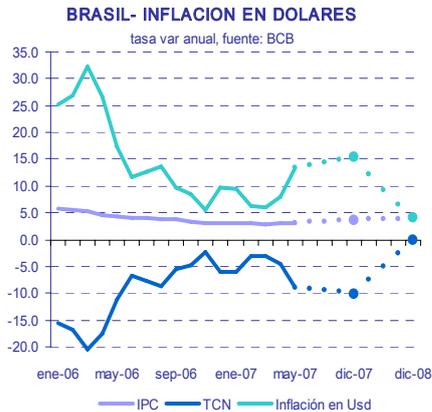
## INFORME DE POLITICA MONETARIA

cual como se observa en la evolución del indicador mensual de actividad de la industria.

El incremento de la Inversión que se viene registrando en los últimos tiempos ha permitido un incremento de la tasa de inversión, la cual alcanzó el 16.8% en el 2006 y podría alcanzar el 17.6% en el 2007. Esta mayor inversión haría sostenible el mayor ritmo de crecimiento de la economía.

Las Exportaciones de bienes y servicios crecieron 5.9%, casi un punto por encima del crecimiento del cuarto trimestre de 2006. Las Importaciones de bienes y servicios continuaron mostrando un alto crecimiento, con una tasa de 20%.

Para el 2007 y 2008, los analistas que participan en la encuesta de expectativas del Banco Central de Brasil prevén un crecimiento del PIB superior a 4% (4.3% en el 2007 y 4.1% en el 2008 según datos al 22 de junio).



La tasa de inflación anual al mes de mayo se ubicó en 3.2%, por debajo de la meta de 4.5% establecida por el Banco Central de Brasil para el año 2007.

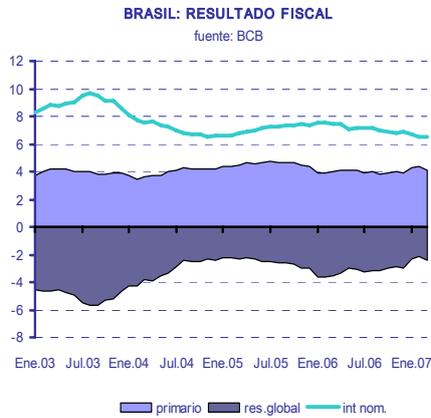
Este dato llevó a una caída en las expectativas de inflación para el año. A mediados del mes de enero éstas se situaban en 4.1% mientras que en la encuesta publicada el 22 de junio se redujeron a 3.6%.

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (COPOM) continuó en los últimos meses con su política de reducción de la tasa de interés de referencia. La tasa Selic que se ubicaba en 13.25% a diciembre de 2006 se ha ido reduciendo hasta llegar a 12% en el mes de junio. Los analistas estiman que la tasa se ubicaría en 10.75% a fines de 2007.

El tipo de cambio se ha apreciado considerablemente en los últimos meses. El tipo de cambio promedio del mes de mayo se situó por debajo de los dos reales por dólar (1.98), lo cual implica una apreciación acumulada de 7.9% en los primeros cinco meses del año. De acuerdo con la encuesta del Banco Central el tipo de cambio a fin del año 2007 será de 1.93 reales por dólar, es decir,

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

una apreciación en el año superior al 10%. De esta manera, la inflación en dólares -dada una inflación esperada de 3.6% para el cierre del año- se situará en el entorno de 15%.

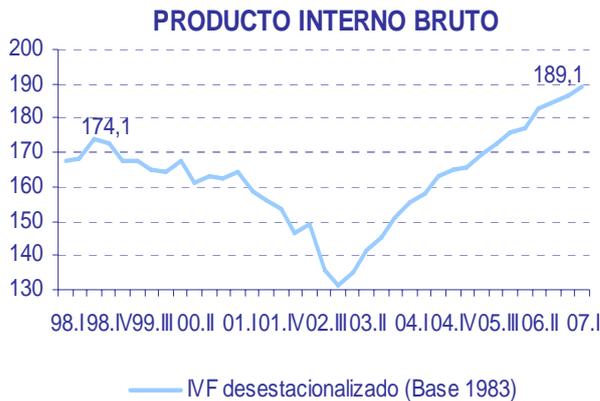


Los datos fiscales al cierre del primer trimestre muestran un superavit primario de 4.08%. Si bien se espera una reducción del superavit en términos del PIB a diciembre de 2007, el déficit global continuaría reduciéndose gracias a una importante reducción de los intereses nominales. A diciembre de 2006 los intereses representaban 6.9% del producto mientras que a fines de 2007 se ubicarían en 5.74%; con lo cual el déficit global se reduciría en un punto del producto desde -3% a diciembre de 2006 a -2% a diciembre de 2007

La balanza comercial sigue mostrando importantes superávits. En los doce meses cerrados a mayo la balanza comercial acumuló un saldo positivo de 47.6 miles de millones de dólares. En el período enero-mayo de 2007 las exportaciones crecieron 21% en dólares corrientes mientras que las importaciones aumentaron 26%, ambos respecto al mismo período del año 2006.

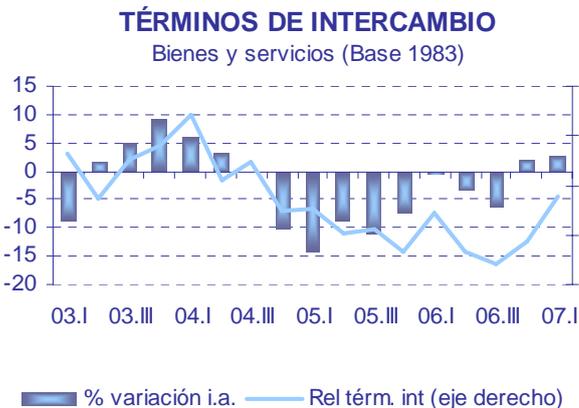
## II. LA ECONOMÍA URUGUAYA

### NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO



Al comenzar el año 2007 la economía uruguaya continuó exhibiendo un buen grado de dinamismo. En efecto, en el primer trimestre del año el volumen físico del Producto Interno Bruto (PIB) se expandió a una tasa significativa respecto a igual trimestre del año anterior (6,7%). Por su parte, la actividad económica creció 1,3% respecto al trimestre anterior, corrigiendo las cifras por el efecto de la estacionalidad.

Este buen desempeño económico fue posible gracias al contexto internacional y regional, que continuó siendo favorable, y a condiciones internas que posibilitaron un buen comportamiento de la demanda interna. Del marco internacional, sobresale la pujanza de la demanda externa que se tradujo en mayores niveles de precios y en buenas posibilidades de colocación de varios productos uruguayos en el exterior. Además, la mejora de los precios de exportación se dio conjuntamente con una coyuntura favorable en materia de precios del petróleo<sup>2</sup>, lo que se tradujo en una mejora de los términos de intercambio.



En el primer trimestre del año el mercado financiero internacional siguió funcionando sin mayores turbulencias (salvo un episodio ocurrido en febrero ante temores de un endurecimiento de la política monetaria en China); en un marco de abundante liquidez los spreads de deuda soberanos se mantuvieron en niveles relativamente bajos.

El entorno regional también operó en forma favorable. En efecto, en materia de nivel de actividad la economía argentina se mostró particularmente dinámica, al tiempo que la brasileña también mostró cierto dinamismo. Un elemento negativo estuvo dado por la continuidad de las dificultades para el acceso de turistas desde

2. En el primer trimestre de 2007 el precio promedio del barril de petróleo WTI fue de U\$S 58,1, mientras que en igual período del año 2006 fue de U\$S 63,20.

Argentina por vía terrestre, debido al conflicto con dicho país por la instalación de las plantas de celulosa. Pese a ello, y tal como se verá más adelante, las exportaciones turísticas igualmente se incrementaron.

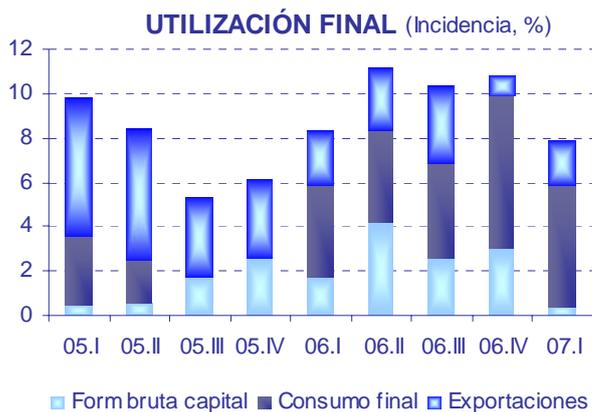
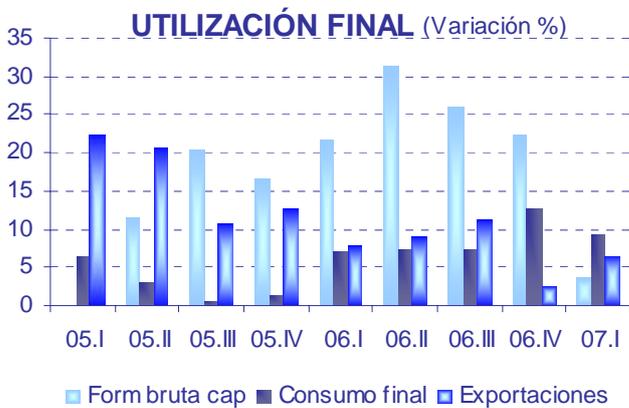
En materia doméstica, en tanto, debe señalarse la existencia de condiciones que incrementaron la oferta de bienes y servicios. Asimismo, se mantuvieron favorables las expectativas de los agentes económicos sobre la marcha de la economía, lo que se tradujo en un aumento del gasto en bienes de consumo y de inversión.

En el marco descrito, el nivel de actividad continuó siendo impulsado principalmente por la demanda interna y, en menor medida, por las exportaciones de bienes y servicios.

### Oferta y utilización finales

Las importaciones de bienes y servicios continuaron creciendo, lo que, junto a una mayor producción de bienes y servicios domésticos, determinó una oferta final capaz de satisfacer niveles de demanda crecientes (7,9%). Las mayores compras al exterior se dieron tanto por un incremento de las correspondientes a bienes de consumo, como de bienes de capital y de insumos intermedios no petroleros. Si bien estos últimos son los que tienen la mayor incidencia en la variación total, las importaciones de bienes de capital fueron las que más crecieron.<sup>3</sup>

Desde el lado de la demanda, como se adelantó, la utilización interna fue la que presentó la mayor incidencia en el crecimiento total. En particular, el gasto en consumo del sector privado mantuvo su dinamismo y creció por encima de lo que lo hizo el PIB. Este componente de la demanda explicó a la postre casi las dos terceras partes del incremento total de la utilización final. Por su parte, la formación bruta de capital del sector privado, sobre todo en maquinarias y equipos, también contribuyó al crecimiento. Mientras tanto, las exportaciones de bienes y servicios crecieron a una tasa similar a la del PIB.



3. Si se excluyen las compras de petróleo, destilados y energía eléctrica, las importaciones medidas a precios constantes se incrementaron más del doble de lo que lo hizo el PIB (14,5%).

El mayor gasto interno del sector privado resulta consistente con la tendencia observada del saldo de la cuenta corriente y en particular con el exceso de gasto sobre el ingreso del sector privado.<sup>4</sup> Dicho desequilibrio se financió en exceso con inversión extranjera directa.

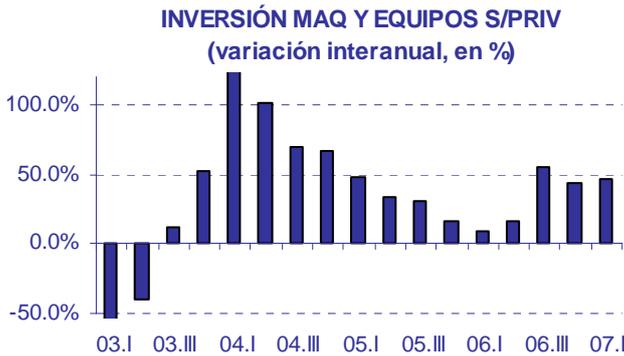
En lo que refiere al mayor gasto en consumo del sector privado (10,1%)<sup>5</sup> se pueden mencionar varios factores que concurren a su explicación. Por un lado, la mejora de los términos de intercambio influyó positivamente sobre el ingreso interno disponible, al tiempo que el aumento de los ingresos salariales - debido a la mejora de las retribuciones reales y el nivel de empleo- habría potenciado el efecto del aumento del ingreso interno sobre el consumo. Asimismo, también habría acudido a explicar el aumento del consumo las expectativas favorables de los agentes económicos. Finalmente, el dinamismo observado en el crédito al sector privado en moneda nacional (con una tasa de variación del 30,4% en términos reales) habría operado en el mismo sentido.

El gasto en formación de capital fijo del sector privado siguió creciendo significativamente (32%). Los mayores gastos en bienes de capital se destinaron, principalmente, a la adquisición de maquinarias y equipos. La inversión en construcción, por su parte, también siguió al alza. El dinamismo mostrado por la inversión privada podría deberse a la percepción de los agentes económicos de un marco de estabilidad macroeconómica y de respeto de las reglas de juego así como de nuevas oportunidades de negocios. Además debe considerarse también la existencia de proyectos de entidad que ya están en marcha (como el caso de la planta de celulosa).

Por su parte, la inversión del sector público se contrajo sustancialmente en la comparación interanual. Ello deriva de que en

4. El saldo en cuenta corriente en los últimos doce meses a marzo de 2007 resultó deficitario en 1,8% del PIB. La mayor parte de dicho desequilibrio obedeció al exceso de gasto del sector privado.

5. El gasto en consumo debe analizarse con cierta precaución, debido a que es estimado por residuo, por lo que recoge los errores de medición del resto de las variables, así como el efecto de la variación de existencias de los productos no computados en la estimación de las cuentas nacionales.

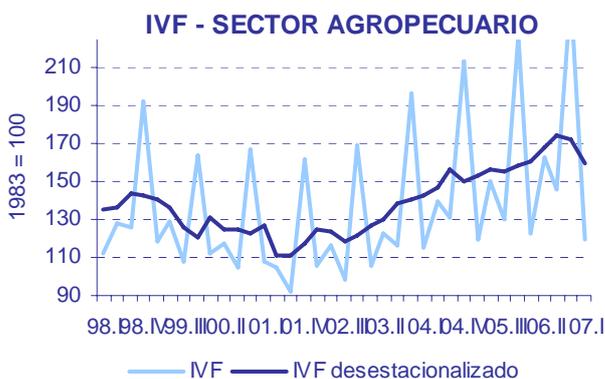


<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>			
Variación del IVF (en %)			
	I Trim. 2007		Variación Desestac. I.07-IV.06
	Variac i.a.	Incid.	
Agropecuaria	-2,4	-0,2	-7,3
Industria manufact	12,5	2,4	8,3
Electric, gas y agua	4,6	0,2	2,1
Construcción	-2,1	-0,1	0,7
Comer, rest. y hoteles	9,4	1,2	1,5
Transporte y comunic.	10,9	1,5	1,6
Otras actividades	4,5	1,7	0,3
<b>PIB</b>	<b>6,7</b>		<b>1,3</b>

el primer trimestre del año anterior se realizó una importante erogación en una planta energética por parte de UTE, lo que eleva la base de comparación.

Como ya se ha afirmado en informes anteriores el aumento de la inversión es imprescindible para posibilitar que la economía siga por una senda de crecimiento vigoroso como la actual, sin poner en peligro los equilibrios macroeconómicos. En la medida que el grado de utilización de capacidad instalada ociosa vaya agotándose, los riesgos de un rebrote inflacionario serán cada vez mayores.

Las exportaciones de bienes y servicios siguieron creciendo. En lo que refiere a los bienes se destaca el caso de alimentos diversos, lácteos, productos agrícolas y material de transporte. El crecimiento de estos rubros compensó ampliamente la reducción de las ventas de carne y arroz. Las exportaciones de servicios, por su parte, también se incrementaron —pese al conflicto con Argentina—, debido a una mayor diversificación del origen de los turistas, a un aumento de la estadía media y a un aumento del gasto real por turista, que compensaron sobradamente la reducción del número de turistas ingresados.<sup>6</sup>

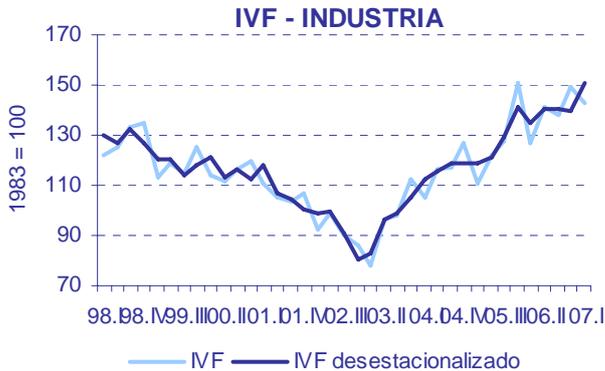


### Sectores productivos

En el primer trimestre del año el nivel de actividad de todos los sectores creció en términos interanuales, salvo los casos de los sectores Agropecuario y Construcción. En tanto, con respecto al trimestre anterior, el crecimiento económico fue prácticamente generalizado en términos desestacionalizados, con la excepción de la actividad agropecuaria.

La reducción del sector Agropecuario obedeció a una caída de la actividad tanto agrícola como pecuaria. En lo que refiere a la

6. Cabe resaltar, sin embargo, que las exportaciones turísticas son inferiores a las verificadas en el período anterior al conflicto con Argentina. De acuerdo a los datos que surgen de la Balanza de Pagos, en el año móvil finalizado en marzo de 2005 representaban 4% del PIB, mientras que en el mismo período terminado en marzo de 2007 eran equivalentes a 3,4% del PIB.



primera, la caída se debió a una menor área sembrada de arroz, girasol y papa de otoño, pese al buen rendimiento de los dos primeros cultivos. La actividad pecuaria, en tanto, se redujo por una disminución de la faena de ganado vacuno. Cabe recordar que en el primer trimestre del año pasado, se alcanzó una cifra récord de faena debido al importante crecimiento de las exportaciones, por la apertura de los mercados de Chile y Rusia, y a la sequía que también coadyuvó a tal extremo.

La Industria Manufacturera se constituyó en el sector más dinámico y con la mayor incidencia en el crecimiento global. Si se agrupan las ramas de acuerdo a su especialización comercial, puede observarse que el dinamismo industrial resultó explicado, tanto por la producción de las ramas con mayor vocación hacia el mercado interno, como por aquellas orientadas a la exportación.<sup>7</sup> El crecimiento industrial fue ampliamente difundido; más del 70% de las ramas exhibió crecimiento en el período analizado. Los sectores industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global del período fueron los de Alimentos, Bebidas y Tabaco, Químicos y Productos metálicos, maquinaria y equipos. A nivel de ramas, la de mayor incidencia fue la de alimentos diversos, productos de caucho y plástico y químicos básicos. Asimismo, debe destacarse la reducción de la actividad de la industria frigorífica, que en el pasado reciente había sido un motor fundamental del crecimiento industrial.

La retracción de la actividad del sector de la Construcción fue el resultado de la disminución de las obras públicas. Ello, a su vez debe vincularse, como ya se mencionó, con el mayor nivel de actividad en la primer parte del año pasado debido a la construcción de una central energética por parte de UTE.<sup>8</sup> Mientras tanto, a pesar del incipiente desarrollo del crédito formal a esta actividad

7. Dicha clasificación se realizó de acuerdo a la Encuesta de Actividad Económica del año 2003 publicada por el INE. Fueron clasificadas como exportadoras aquellas ramas que colocaban en el exterior por lo menos un 30% del Valor Bruto de Producción. En el primer trimestre de 2007 casi el 60% de la variación del total de la industria sin refinería resulta explicado por el aumento de la producción del grupo de ramas orientadas hacia la exportación.

8. Cabe mencionar que la actividad de la Construcción creció levemente en términos desestacionalizados respecto al último trimestre de 2006.

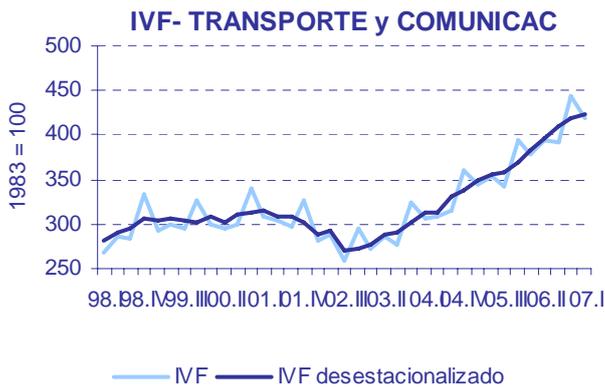
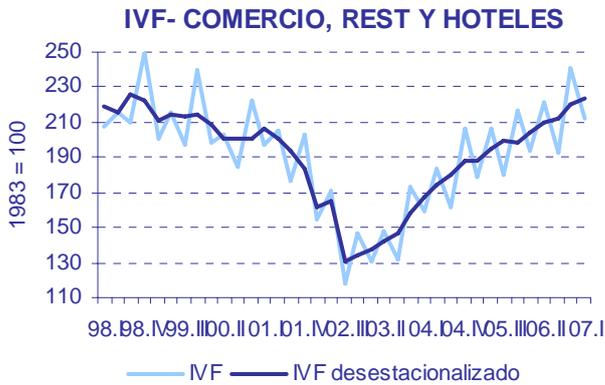
(principalmente el crédito para la adquisición de viviendas), la construcción privada creció al influjo de las obras de construcción de la planta procesadora de pasta de celulosa en Fray Bentos y la construcción de inmuebles en Maldonado y Montevideo.

La actividad de Comercio, Restaurantes y Hoteles se expandió pese a las dificultades que registró la temporada turística. El referido crecimiento debe asociarse con el incremento de la actividad comercial, tanto por mayores ventas de bienes importados (de consumo, intermedios y de capital) como de manufacturas locales. Mientras tanto, la actividad de los Restaurantes y Hoteles registró un leve incremento, asociado a una mejora de la demanda interna y al gasto de los turistas.

El nivel de actividad del sector de Transporte y Comunicaciones aumentó sustancialmente debido, principalmente, al aumento de las Comunicaciones, lo que debe vincularse al auge de la telefonía celular. Por su parte, la actividad de Transporte y Almacenamiento también se incrementó, sobre todo por la expansión del transporte por agua y de cargas, en consonancia con la mayor actividad del comercio exterior e interno y también con el transporte de pasajeros.

El sector de Electricidad, gas y agua volvió a crecer, luego de las dificultades vividas el pasado año para la generación hidroeléctrica. Dentro del sector se destaca el aumento del nivel de actividad de Electricidad, debido a un aumento de la demanda interna de los consumidores comerciales. El agregado Otras Actividades<sup>9</sup> también se expandió en forma moderada. El comportamiento de este rubro reflejó básicamente el dinamismo de las importaciones y la recuperación de algunas actividades de servicios.

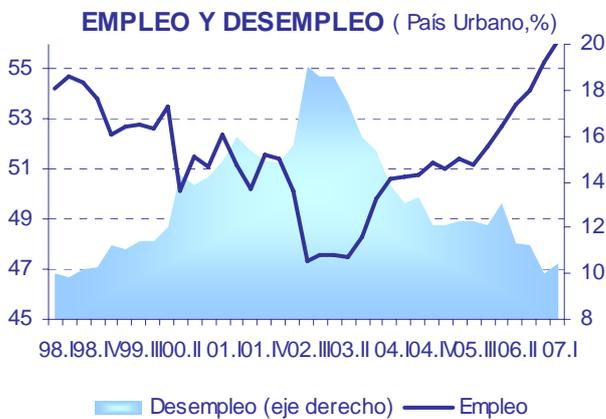
9. Incluye ajustes por la remuneración imputada de las instituciones financieras, derechos de importación y al resto de las clases de actividad (Establecimientos financieros y seguros, Bienes Inmuebles, Servicios prestados a las empresas, Servicios del Gobierno General, Servicios sociales y otros, Servicios de esparcimiento, Servicios personales, Canteras y minas y Pesca).



## El mercado de trabajo

A partir de 2006 el INE comenzó a relevar la Encuesta Continua de Hogares Ampliada (ECHA) que sustituyó a la Encuesta Continua de Hogares. Los principales cambios introducidos fueron un aumento del tamaño de la muestra y una mayor cobertura geográfica (se incorporan las localidades menores a 5.000 habitantes y las áreas rurales). Estos cambios pueden introducir alguna distorsión en la comparación de las cifras con las de años previos.<sup>10</sup>

El incremento del nivel de actividad se ha reflejado en el mercado laboral en forma nítida. En efecto, en el primer trimestre del año resultó clara la mejora del nivel de empleo. De acuerdo a los datos publicados por el INE la tasa de empleo promedio en localidades de 5.000 o más habitantes en 2006 fue de 56,2%, resultando 3,5 puntos porcentuales superior a la de igual trimestre del año anterior. Cabe resaltar que el grado de ocupación supera al alcanzado en 1998, momento en que la economía se ubicaba en una fase alta del ciclo económico.



El empleo mejoró tanto en Montevideo como en el Interior Urbano. Sin embargo, pueden observarse algunas diferencias; el crecimiento de la demanda de trabajo en Montevideo ha sido más intenso y más sostenido en el tiempo. Mientras que en la capital la tasa de empleo aumentó en forma ininterrumpida desde inicios de 2005, en el interior urbano ha mostrado oscilaciones. En lo que respecta a la generación de empleos por grupo de edades, el incremento de la ocupación en Montevideo se registró principalmente en la población adulta (25 o más años), mientras que en el Interior Urbano la tasa de empleo creció básicamente en la población joven (menor de 25 años).

10. El INE comunicó en un Informe Técnico del 13 de julio de 2006 que la metodología general se mantuvo. Además, afirma que " los hogares de las zonas de Montevideo que no tuvieron chance de ser seleccionados en las Encuestas de Hogares hasta 2005 tienen, en el primer trimestre de 2006, mayores tasas de actividad, empleo y desempleo que las restantes zonas de Montevideo. Si estas diferencias pueden suponerse también para el año 2005, entonces esas tasas fueron subestimadas para ese año" .

El crecimiento del empleo por sector económico reflejó en forma bastante fiel el patrón de crecimiento sectorial del nivel de actividad económica. Los sectores que tuvieron la mayor incidencia en el aumento de la ocupación fueron el de Industrias manufactureras, Suministro de electricidad, gas y agua y el de Comercio, restaurantes y hoteles. Ambos sectores ocupaban en el primer trimestre de 2007 el 40,8% del total de la mano de obra en las localidades de 5000 o más habitantes (dos puntos porcentuales más que en igual trimestre del año anterior). Asimismo también merece destacarse el aumento del empleo en los sectores Transporte y comunicaciones y Construcción.

Otro rasgo saliente del mercado de trabajo durante el primer trimestre del año fue el incremento de la oferta de empleo, tanto en Montevideo como en el interior urbano. En las localidades de 5000 o más habitantes, la tasa de actividad se ubicó en 62,7%, y resultó dos puntos porcentuales superior a la registrada en el primer trimestre del año 2006.

Simultáneamente a la mejora del empleo y al incremento de la oferta de trabajo, también pudo observarse una reducción de la tasa de desempleo. En el primer trimestre de 2007 dicho porcentaje se ubicaba en 10,4% en el País Urbano (localidades de 5000 o más habitantes). Tales guarismos de desempleo son similares a los registrados durante 1998. Mientras tanto en Montevideo el desempleo ascendió a 8,9% en los primeros tres meses del año.

Asimismo, otro aspecto que ha caracterizado al mercado laboral es que ha continuado creciendo el número de cotizantes del sector privado al BPS. A principios de 2005 comenzó a observarse un indicio de aumento de la formalización ya que el número de cotizantes crecía por encima de lo que lo hacía el empleo. Sin embargo, de acuerdo a los datos del primer trimestre de 2007 la evolución de los aportantes al BPS ha sido más acorde al aumento de la demanda de trabajo.

El salario real se incrementó en promedio al cabo del primer trimestre de 2007 (5,1%). Esta recuperación de las retribuciones en términos reales fue mayor en el caso de los empleados del sector

<b>SALARIOS REALES</b>			
(variación promedio respecto al año anterior, en %)			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>IT 07</b>
<b>Total del país</b>	<b>4.6</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>
<b>Sector público</b>	<b>5.7</b>	<b>3.3</b>	<b>6.0</b>
Gobierno Central	5.8	4.5	7.0
Empresas Públicas	6.4	0.8	4.6
Intendencias	3.7	3.3	5.1
<b>Sector privado</b>	<b>4.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>
Industria manufacturera	4.3	5.4	4.8
Construcción	6.4	1.7	7.5
Comercio	4.0	7.4	5.3
Hoteles y restaurantes	0.0	4.3	6.0
Transp. y comunicac.	4.6	4.5	3.3
Interm. financiera	3.8	3.9	3.8
Inmobiliaria y alquiler	2.8	5.8	4.8
Enseñanza	1.9	2.7	1.8
Serv sociales y salud	4.5	4.2	4.2

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

público (6%). Los salarios privados, también continuaron el proceso recuperación real (4,6%).

La mejora del salario real privado alcanzó a todos los sectores económicos, en el marco de la expansión económica comentada y del funcionamiento de los Consejos de Salarios. El sector que recibió mayor incremento real en el primer trimestre en la comparación interanual fue el de Construcción, seguido de Hoteles y restaurantes y Comercio. Por su parte, los sectores de Transporte y comunicaciones y Enseñanza fueron los que percibieron menores aumentos en sus retribuciones reales.

En lo que refiere a las remuneraciones del Sector Público, las que más se incrementaron fueron las del Gobierno Central (7%), debido a las mejoras presupuestales otorgadas a algunos incisos y al ajuste salarial dispuesto por el gobierno en enero de 2007. Los salarios de los funcionarios de los Gobiernos Departamentales experimentaron un crecimiento real de 5,1%, al tiempo que los correspondientes a los funcionarios de las Empresas Públicas aumentaron 4,6% en términos reales.

De acuerdo a las cifras aportadas por la Encuesta Nacional de Hogares Ampliada del INE, el ingreso medio de los hogares (sin valor locativo y sin aguinaldo) tuvo un leve incremento real en el primer trimestre de 2007 respecto a finales del año 2006 (0,9%). Ello se debió al aumento del ingreso real de los asalariados, ya que el ingreso por pasividades se mantuvo estable y el de los trabajadores por cuenta propia se redujo en términos reales. Tal mejora del ingreso salarial se dio, como ya se ha comentado, en el marco del aumento del empleo y de las retribuciones en términos reales y de la mejora del nivel de actividad económica.

**SECTOR EXTERNO\***

**BALANZA DE PAGOS**

(en millones de USD)

	Año Móvil a mar/06 <sup>1)</sup>	Año Móvil a mar/07 <sup>1)</sup>	2006 I Trim. <sup>1)</sup>	2007 I Trim. <sup>1)</sup>
Cuenta Corriente	32	-360	-41	33
Cuenta Cap. y Financiera	802	710	-106	247
<i>Sector Público</i>	<i>-436</i>	<i>-623</i>	<i>-300</i>	<i>51</i>
<i>Sector Privado</i>	<i>1237</i>	<i>1334</i>	<i>191</i>	<i>196</i>
Errores y omisiones netos	213	-24	180	91
Var. Activos de Reserva <sup>2)</sup>	-1046	-326	-30	-371

Notas: 1) Cifras preelminares

2) Corresponde a la variación a los Activos de Reserva del Banco Central  
Signo (-) significa ganancia

La balanza de pagos del primer trimestre del año presenta una ganancia de activos de reservas de USD 371 millones en su estimación preliminar, como resultado del ingreso de fondos por las operaciones financieras, los movimientos no registrados – reflejados en el rubro de “ Errores y Omisiones” , y el superávit en cuenta corriente que alcanza a USD 33 millones.

**CUENTA FINANCIERA**

(en millones de USD)

	Año Móvil A mar/06 <sup>1)</sup>	Año Móvil A mar/07 <sup>1)</sup>	2006 I Trim. <sup>1)</sup>	2007 I Trim. <sup>1)</sup>
<b>TOTAL</b>	<b>802</b>	<b>710</b>	<b>-109</b>	<b>247</b>
<b>SECTOR PÚBLICO</b>	<b>-436</b>	<b>-623</b>	<b>-300</b>	<b>51</b>
Transf. de Capital	5	3	1	0
Inversión Directa	-35	-6	0	-2
Inversión de Cartera	1303	1299	849	284
Activos	114	0	41	0
Pasivos	1189	1299	808	284
Otra Inversión	-1708	-1919	-1150	-231
Activos	-826	-101	-258	-413
Pasivos	-882	-1818	-892	182
<b>SECTOR PRIVADO</b>	<b>1237</b>	<b>1334</b>	<b>191</b>	<b>196</b>
Inversión Directa	1008	1391	305	343
Inversión de Cartera	358	-80	-35	19
Activos	370	-66	-30	23
Pasivos	-13	-14	-6	-4
Otra Inversión	-128	23	-79	-166
Activos	395	150	759	-425
Pasivos	-524	-126	-838	-259

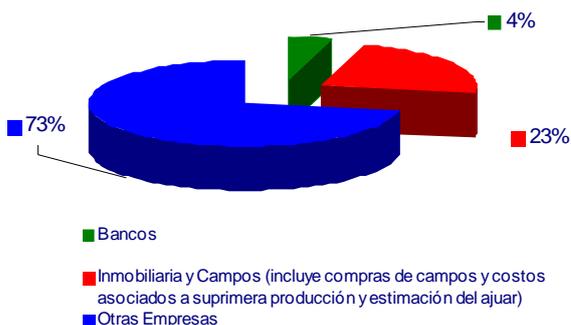
Notas: 1) Cifras preelminares

**Movimientos Financieros**

247 millones de dólares fueron las divisas netas ingresadas a través de la cuenta financiera en el primer trimestre de 2007. Esta entrada neta de capitales se origina fundamentalmente en el ingreso de divisas al sector privado – por USD 196 millones- y en menor medida hacia el sector público – por USD 51 millones-.

A nivel del sector privado, este ingreso refiere básicamente a la inversión extranjera directa estimada en el país que alcanzó USD 342 millones, correspondiendo un 23% a inversión en vivienda y en campos - con su respectivo capital de trabajo- un 4% a instituciones financieras, y un 73% a la inversión realizada por las otras empresas de capital extranjero correspondiendo la mayor parte a la inversión en plantas de celulosa.<sup>11</sup>

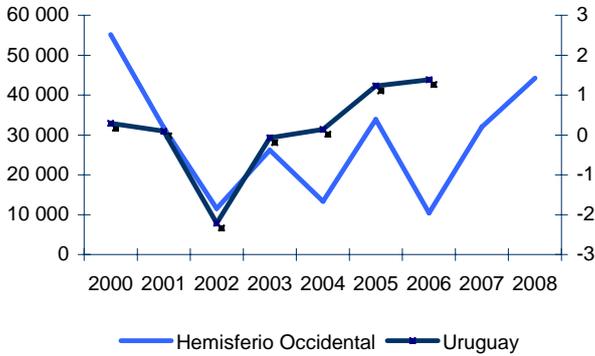
**COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN EL PAÍS  
Primer trimestre de 2007**



\* Estimaciones preliminares

<sup>11</sup> Al respecto cabe señalar que una parte considerable de esta inversión se releva mediante encuesta una vez finalizado el año civil, por lo cual la cifra puede experimentar un ajuste de consideración.

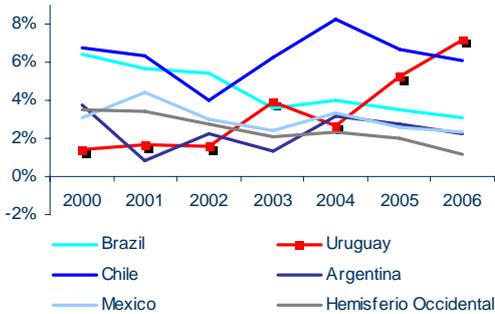
**FLUJOS DE CAPITALES PRIVADOS NETOS**  
(en miles de millones de dólares)



Esta tendencia de los flujos de capitales privados y específicamente de la Inversión Extranjera Directa se corresponde con lo sucedido en otras economías emergentes y se enmarca en un contexto de abundante liquidez internacional.

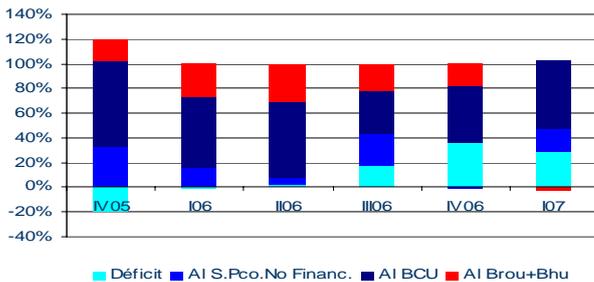
Los flujos netos de capital privado hacia los mercados emergentes crecieron fuertemente entre 2003 y 2005, tendiendo posteriormente a estabilizarse. Una parte considerable de este crecimiento se vincula a la inversión extranjera directa, que a partir de 2005 ubica a Uruguay por encima de las tendencias en estos mercados. Para 2006 el flujo de capitales privados netos entrados a Uruguay - básicamente inversión extranjera directa- se estima en el orden del 7% del PIB.

**INVERSION EXTRANJERA NETA DIRECTA**  
(en % del PIB)



Los capitales que ingresó al país el sector privado residente en el año finalizado en marzo de 2007 fueron aplicados, en un porcentaje cercano del 30%, a financiar el exceso de su gasto sobre su ingreso, dirigiendo el resto a activos netos contra el sector público residente.

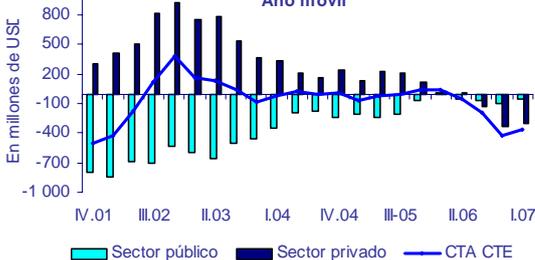
**SECTOR PRIVADO: APLICACIÓN DE FONDOS INGRESADOS POR BALANZA DE PAGOS**  
Estructura años móviles



Fuente: FMI, World Economic Outlook Database, April 2007

Por su parte, a nivel del sector público, la emisión del Bono Global en yenes realizada por el Gobierno Central en marzo de este año por USD 255 millones, constituyó la principal operación de entrada de divisas. Esta colocación continúa la estrategia seguida en el año precedente, de mejorar el perfil del vencimientos de la deuda y fortalecer la posición externa del país, en el marco de la abundante liquidez internacional, y de la demanda de los inversores por deuda soberana de largo plazo y la consiguiente reducción de spreads.

**CUENTA CORRIENTE COMO EXCEDENTE DEL GASTO SOBRE EL INGRESO -**  
Año móvil



El fortalecimiento de la posición de inversión internacional del Sector Público se deriva de la aplicación a activos externos de la citada emisión internacional y del endeudamiento neto contraído con los residentes en el país por el Gobierno Central, el Banco Central y el Banco de la República, como se señaló anteriormente al hacer referencia a la aplicación de fondos.

## Cuenta Corriente

El saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos del primer trimestre del 2007 registró un superávit de USD 33 millones, frente a un déficit de USD 41 millones para igual trimestre del año anterior. De ésta forma, el saldo de la cuenta corriente medido sobre el año móvil a marzo de 2007 experimenta un déficit del orden de los USD 360 millones.

El aumento del saldo en cuenta corriente se corresponde con una reducción del déficit del sector público.

El giro que presenta la cuenta corriente del déficit a superávit para el primer trimestre del año respecto a igual período del año anterior, es explicado principalmente por el aumento del saldo de la Cuenta Comercial. Adicionalmente, el resultado en cuenta corriente refleja el descenso que experimentó el déficit de la Renta, en particular la correspondiente al sector público como consecuencia del fortalecimiento de su posición de inversión internacional (tanto por el aumento de sus activos como por la disminución de sus pasivos).

El aumento que verificó el saldo en Servicios en el primer trimestre respecto a igual período del año anterior, se explica por una mejor temporada turística lo que llevó a una mejora del saldo del rubro Viajes, que pasó de un valor de USD 239 millones a uno de USD 312 millones para el primer trimestre de este año.

En lo que se refiere a los movimientos turísticos con el exterior, si se consideran los datos del primer cuatrimestre del año (para incluir la semana de turismo), se encuentra que se verificó un aumento tanto en el turismo receptivo como en el emisivo.

En el turismo receptivo se observó, pese a la caída del número de turistas ingresados al país, un aumento en el gasto total del orden del 26% debido al aumento del gasto per cápita y al aumento de la estadía media.

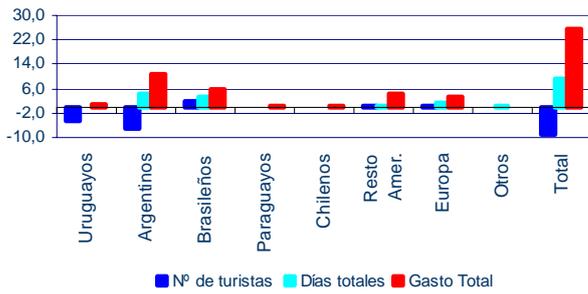
CUENTA CORRIENTE (en millones de USD)				
	Año Móvil a mar/06 <sup>1)</sup>	Año Móvil a mar/07 <sup>1)</sup>	2006 I Trim. <sup>1)</sup>	2007 I Trim. <sup>1)</sup>
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>32</b>	<b>-360</b>	<b>-41</b>	<b>33</b>
<b>CUENTA COMERCIAL</b>	<b>362</b>	<b>-46</b>	<b>96</b>	<b>141</b>
Bienes	-22	-483	-148	-158
Servicios	384	436	244	299
<b>RENTA</b>	<b>-476</b>	<b>-443</b>	<b>-165</b>	<b>-138</b>
<b>Sector Público</b>	<b>-427</b>	<b>-434</b>	<b>-133</b>	<b>-98</b>
Crédito	147	236	49	59
Débito	574	670	182	156
<b>Sector Privado</b>	<b>-49</b>	<b>-9</b>	<b>-32</b>	<b>-41</b>
Crédito	434	537	109	139
Débito	483	546	141	180
<b>TRANSFERENCIAS</b>	<b>146</b>	<b>129</b>	<b>28</b>	<b>30</b>

COMERCIO DE SERVICIOS (en millones de USD)				
	Año Móvil a mar/06 <sup>1)</sup>	Año Móvil a mar/07 <sup>1)</sup>	2006 I Trim. <sup>1)</sup>	2007 I Trim. <sup>1)</sup>
<b>Saldo servicios</b>	<b>384</b>	<b>436</b>	<b>244</b>	<b>299</b>
<b>Transporte</b>	<b>37</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>141</b>
Crédito	458	444	115	125
Débito	421	438	104	118
<b>Viajes</b>	<b>360</b>	<b>456</b>	<b>239</b>	<b>312</b>
Crédito	568	675	275	354
Débito	208	220	36	42
<b>Otros</b>	<b>-13</b>	<b>-26</b>	<b>-5</b>	<b>-20</b>
Crédito	255	253	63	62
Débito	268	279	68	82

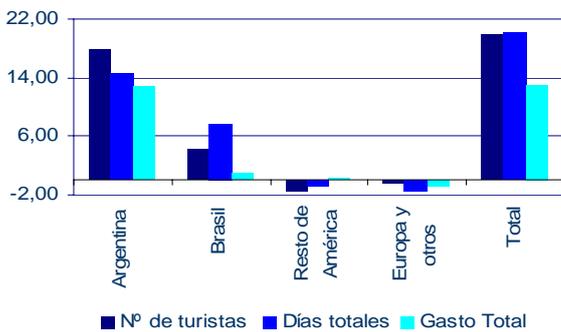
MOVIMIENTOS DE TURISMO CON EL EXTERIOR			
	1er C.2006	1er C.2007	Var. %
<b>RECEPTIVO</b>			
Nº de turistas (en miles)	822	746	-9%
Gasto per capita por día	49.8	57.3	15%
Estadía media (en días)	7,6	9,2	20%
Días totales (en miles)	6268	6844	9%
Gasto Total (en mill. de USD)	312	392	26%
<b>EMISIVO</b>			
Nº de turistas (en miles)	175	210	20%
Gasto per capita por día	41.8	39.4	-6%
Estadía media (en días)	7.5	7.5	0%
Días totales (en miles)	1320	1584	20%
Gasto Total (en mill. de USD)	55	62	13%
<b>SALDO NETO</b>	<b>257</b>	<b>330</b>	

Fuente: Elaborado por BCU, en base a datos del MTUR

**TURISMO RECEPTIVO: INCIDENCIAS**  
Primer Cuat 07/Cuat 06



**TURISMO EMISIVO INCIDENCIAS**  
Primer Cuat 07/Cuat 06



El turismo emisor es reflejo del aumento del ingreso nacional, con un aumento del gasto total de los turistas salidos del orden del 13% que se debió al aumento del número de turistas salidos.

El mayor volumen de las exportaciones de servicios turísticos – medido por los días totales- se explica por el aumento básicamente de la estadía media y por el aumento del número de turistas provenientes de Brasil. Excluyendo los turistas paraguayos; se advierte que la estadía media aumenta para todas las demás nacionalidades, destacándose el aumento de la estadía de nuestros principales clientes: de 7,3 a 9 días los argentinos y de 7,6 a 10,6 los uruguayos residentes en el exterior, quienes también aumentaron su gasto diario per capita en el orden de 12% y 14% respectivamente.

**Importaciones (CIF) según destino económico**  
(En millones de USD)

	Año		Var. %	Inc.	2006 I	2007 I	Var. %	Inc.
	Móvil a:	Móvil a						
	Mar-06	Mar-07	Móvil	Trim.	Trim.	Trim.		
<b>Total</b>	4091	4798	17%	17,3	1.127	1.151	2%	2,1
<b>Consumo</b>	760	914	20%	3,8	192	230	20%	3,4
<b>Capital</b>	570	608	7%	0,9	176	162	-8%	-1,2
<b>Intermedios</b>	2761	3276	19%	12,6	759	758	0%	-0,1
<b>Petróleo</b>	902	1062	18%	3,9	253	208	-18%	-4,0
<b>Resto</b>	1859	2214	19%	8,7	506	550	9%	3,9

En lo que se refiere al comercio de bienes se destaca el aumento en las importaciones de todos los tipos de bienes en términos de año móvil a marzo de 2007 – principalmente bienes de consumo e intermedios-. Por su parte, las exportaciones agrícolas son las que han mostrado mayor variación en el acumulado en el año a marzo de 2007.

En el año móvil a marzo de 2007, las importaciones aumentaron tanto en precios como en volúmenes y las exportaciones, si bien siguen creciendo, lo hacen a menor ritmo que las importaciones. Por otra parte, se advierte la persistencia en la tendencia al alza en el precio de las exportaciones

	Variaciones Año Móvil					
	Exportaciones FOB - Variaciones (%)			Importaciones CIF - Variaciones (%)		
	Precios (1996 =100)	Volúmenes	Valores	Precios (1996 =100)	Volúmenes	Valores
I.2006	3,0%	13,0%	16,4%	11,7%	8,8%	21,5%
II.2006	4,8%	9,9%	15,2%	11,7%	9,7%	22,6%
III. 2006	5,2%	11,0%	16,9%	10,6%	11,6%	23,5%
IV.2006	6,9%	8,1%	15,7%	8,8%	13,2%	23,1%
I.2007	7,7%	5,6%	13,8%	7,5%	9,3%	17,3%

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

Exportaciones cumplidas FOB					
Clasificación por Grupo de Actividad					
Datos acumulados a Marzo (en miles de dólares)					
		2006*	2007*	Var. %	Inc.
1111	Agrícola	8,6	27,1	215,4%	2,2
1112	Pecuaría	22,4	28,6	27,9%	0,7
1220	Extracción de madera	30,5	38,8	27,3%	1,0
3111	Frigorífica	258,9	253,5	-2,1%	-0,6
3112	Lácteos	46,8	63,4	35,7%	2,0
3114	Productos del mar	34,1	33,9	-0,6%	0,0
3116	Molinería	45,3	45,0	-0,6%	0,0
3113/15/17 a 22	Productos alimenticios diversos	28,4	27,8	-2,0%	-0,1
3140	Tabaco	5,2	4,7	-9,8%	-0,1
3211 a 3219	Textiles	47,0	48,6	3,5%	0,2
3220	Prendas de vestir	8,6	9,2	6,8%	0,1
3231 a 3233	Curtiembres y marroquinería	64,5	77,7	20,4%	1,6
3411 a 3419	Papel y productos de papel	13,9	12,3	-11,6%	-0,2
3511 a 3529	Productos químicos	48,3	57,5	19,0%	1,1
3530	Destilados de Petróleo	49,2	34,9	-29,2%	-1,7
3551 a 3559	Caucho	13,0	14,0	8,0%	0,1
3560	Plástico	27,2	27,0	-0,8%	0,0
3610 a 3699	Minerales no metálicos	5,9	6,3	5,3%	0,0
3710 a 3720	Metálicas básicas	23,6	34,5	46,0%	1,3
3831 a 3839	Máquinas y aparatos eléctricos	3,7	5,6	49,3%	0,2
3841 a 3849	Material de transporte	21,6	26,0	20,2%	0,5
	Otros grupos de actividad	31,8	36,9	16,0%	0,6
<b>CIUU 1/</b>	<b>TOTAL</b>	<b>838,6</b>	<b>913,4</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9</b>

\* Cifras preliminares

1/ Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas (CIUU) Revisión 2

Nota: La clasificación por CIUU Rev. 2 para el año 2007 es provisoria

**EL SECTOR FISCAL**

**Entorno macro y principales agregados**

El déficit del Sector Público Global continúa su tendencia decreciente actuando en un entorno macroeconómico de sólido crecimiento<sup>12</sup>. En particular, profundizando la tendencia que ubicaba al déficit/PIB en menos de un punto porcentual en los últimos seis trimestres, en los 12 meses cerrados en mayo 2007 las Finanzas Públicas exhiben un leve superávit fiscal (+0.2% del PIB), situación inédita desde mayo 1993. Comparando con el déficit/PIB de 0,8% del cierre de 2006, la reducción es liderada por el mayor superávit consolidado de las Empresas Públicas (EP) en 0,8 puntos, que determinan la mayor parte de la mejora de 0,9 puntos en el Sector Público No Financiero (SPNF), mientras que el menor déficit del BCU explica el 0,1 punto restante. Al dejar de lado la variación de stocks de crudo de ANCAP, indicador que aproxima la tendencia subyacente, actualmente se obtiene un superávit de 0,1%, vs. el déficit de 0,7% a diciembre 2006; por ende, la reducción del déficit subyacente es 0,8% del PIB.

Parte de esta evolución es explicada por el aumento de superávit primario, al que se suma una nueva reducción de los intereses/PIB. Así, luego de ubicarse en un promedio de 3,8% del PIB en los últimos 3 años, el superávit primario alcanza 4,4% del PIB en los 12 meses finalizados en mayo 2007 (4,2% sin variación de stocks), mientras que los intereses representan 4,1% del PIB, cifra menor en 0,3 puntos al cierre de 2006.

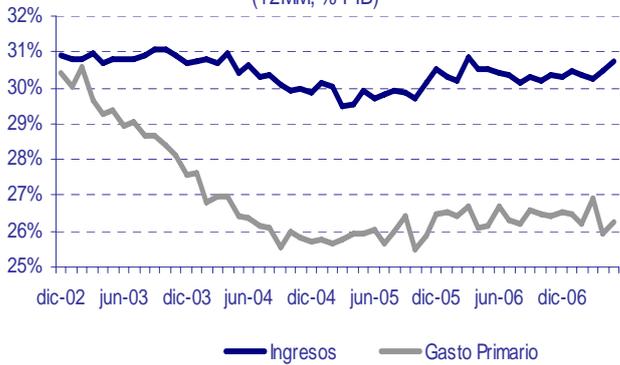
**Ingresos y Gasto Primario consolidados SPNF**

Se continúa observando un dinamismo similar de ingresos y Gasto Primario del SPNF: en el último año móvil finalizado en mayo ambos aumentan 7,2% real (el gasto lo hace en 6,9% real sin

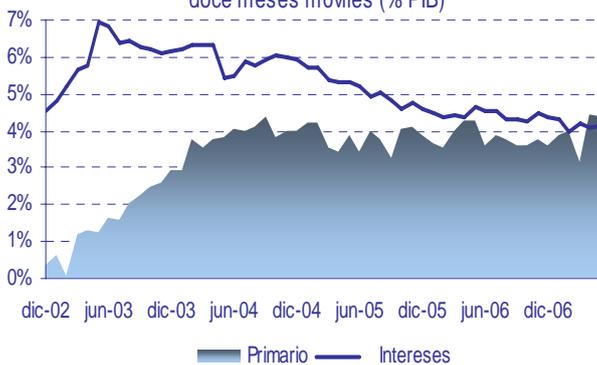
**RESULTADO FISCAL GLOBAL, SPG**  
doce meses móviles (% PIB)



**INGRESOS Y GASTO PRIMARIO SPNF**  
(12MM, % PIB)

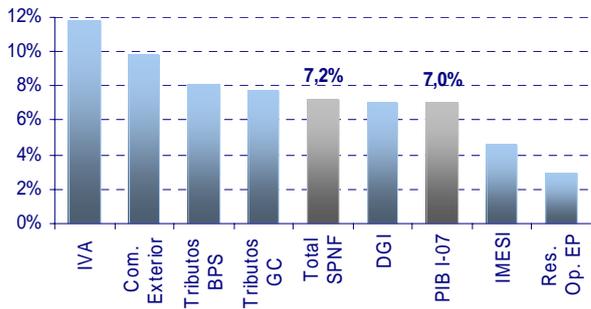


**RESULTADO PRIMARIO E INTERESES, SPG**  
doce meses móviles (% PIB)



<sup>12</sup> Los datos de Cuentas Nacionales para I.07 vuelven a indicar un crecimiento del PIB de 7,0% real promedio anual, liderado por la absorción privada, principal base imponible, la cual crece 14,0% (9,8% consumo privado y 20,6% FBK privada). Mientras tanto, las importaciones crecen 15,6%.

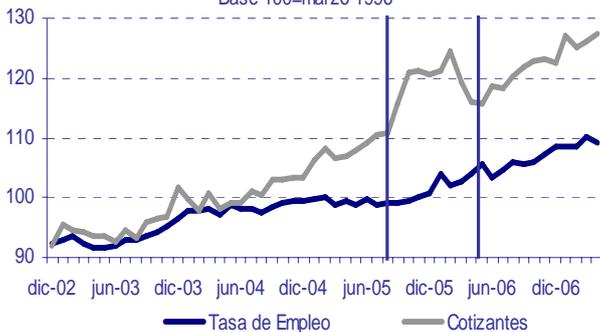
**INGRESOS CONSOLIDADOS SPNF**  
var real 12 meses móviles



**"TÉRMINOS DE INTERCAMBIO" IVA+IMESI**  
base 4/97=1



**TASA DE EMPLEO Y COTIZANTES**  
Base 100=marzo 1996



variación de existencias de crudo). Al aumentar en forma similar al PIB, ambas partidas continúan mostrando una estabilidad en términos del PIB en los 3 últimos años: 30% y 26% respectivamente.

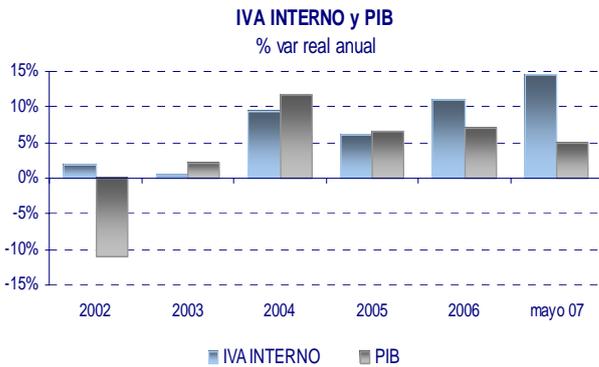
El crecimiento del PIB, determinado por todos sus componentes; la menor evasión observada en la etapa expansiva del ciclo, así como el aumento de la masa salarial, constituyen la mayor base imponible que permite el aumento de los ingresos tributarios consolidados de 8,1% en términos reales en los 12 meses a mayo 2007, impulsando la recaudación de DGI y BPS<sup>13</sup>. Por otro lado, las mayores importaciones explican la sostenida expansión del IVA importación (8,1% real) y de la recaudación por Comercio Exterior (9,9% real), mientras que la absorción privada impulsa al IVA interno (+14,6% real). En cuanto a sectores de actividad, se continúa observando un mayor aumento relativo de los que más tributan: industria (8,2%) y comercio, restaurantes y hoteles (8,7%) crecen más que el PIB promedio<sup>14</sup>. Por otra parte, los precios relativos de la recaudación, aproximados por el cociente entre el precio del agregado IVA+IMESI y el IPC, se deterioran levemente (-1,5%), impulsados por el IMESI (-3,9%), reflejo de las rebajas de combustibles en los últimos meses<sup>15</sup>.

Además del ciclo, también influyen en esta evolución varias medidas discrecionales, como la formalización y la mejora de eficiencia de BPS y DGI, unidos a los Consejos de Salarios y la mayor fiscalización, los que podrían estar llegando a su fin. Esta apreciación es clara en BPS, donde sus cotizantes se mantienen en un nuevo nivel en los últimos trimestres, que implica unos 150 mil nuevos aportantes. Como consecuencia, el número de cotizantes vuelve a evolucionar en forma similar al empleo, mientras que los

13 Los datos del PIB ya fueron comentados; la masa salarial crece 10,3% real en los 12 meses a mayo 2007, conducida por el salario real (+4,1%) y el empleo (+6,2%) según estimaciones propias del Departamento de Análisis Fiscal (DAF).

14 Estos dos sectores aportan el 70% de los cotizantes privados al BPS.

15 ANCAP rebajó su tarifa promedio 9.7% nominal entre setiembre 2006 y marzo 2007. El IMESI combustibles representa la mitad del total recaudado.



ingresos de BPS aumentan conforme con la masa salarial, luego de haber aumentado muy por encima de ésta en los años previos<sup>16</sup>.

En la DGI la evolución es mixta: a nivel global, y contrariamente a lo observado en informes anteriores, en los 12 meses a mayo la recaudación evoluciona en forma similar, y no a mayores tasas que el PIB, su base imponible. El mayor dinamismo respecto al PIB se perpetúa en el IVA, especialmente interno, mientras que la recaudación por IRIC disminuye en términos reales<sup>17</sup>. Este último podría estar indicando cierto agotamiento en la ganancia de eficiencia de la DGI<sup>18</sup>.

Otra medida discrecional que influye favorablemente, esta vez sobre los ingresos del BPS, es el manejo del Salario Mínimo Nacional (SMN), el cual en los 12 meses a mayo 2007, aumenta 11% real. El SMN es la referencia sobre la cual se pagan algunas remuneraciones y por ende sus aportes<sup>19</sup>.

Finalmente, el adelanto de la reforma tributaria para la carne bovina tiene un impacto negativo, aunque leve, en los ingresos de la DGI<sup>20</sup>.

El crecimiento de los ingresos tributarios es ahora acompañado por las EP, cuyo superávit operativo aumenta 2,9% real en el último año móvil, luego de presentar una tendencia descendente desde marzo 2006<sup>21</sup>. Si bien sus ingresos aumentan moderadamente (3% real), mientras que los costos operativos son más dinámicos (+7% real), existen factores que van en sentido opuesto. En los ingresos, la expansión del volumen físico es compensada por la reducción de la

16 En abril 2007 los cotizantes al BPS se ubican en 1:158, un 5,0% mayor en promedio que en abril 2006. Sin embargo, hace un año el aumento era de 12,7%.

17 Esta evolución está ligada mayormente a Empresas Públicas, y se origina en parte en los mayores adelantos realizados durante 2006, los que disminuyen el monto de liquidación anual en abril 2007.

18 De acuerdo al índice de eficiencia de la DGI, un índice de volumen físico de la recaudación del IVA respecto al PIB (ambos de tendencia), la mayor eficiencia de DGI en 2005 y 2006 representa un 3% de la recaudación del IVA. Por más información, remitirse a [www.dgi.gub.uy](http://www.dgi.gub.uy).

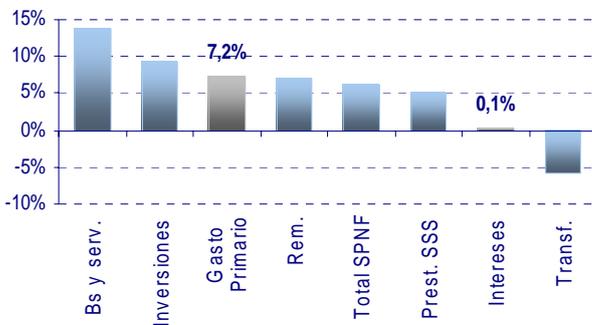
19 Esta medida también afecta positivamente a la recaudación de IRP, la cual aumenta 20,5% real en los 12 meses cerrados en mayo 2007.

20 La Ley 17.995 del 31 de julio de 2006 reduce el IVA a la carne bovina de 14% a 10% y elimina el COFIS a partir de agosto 2006. En los últimos 12 meses el COFIS interno cae 1,5% real. Existen otros adelantos de la reforma a partir de mayo, los que aún no inciden en la recaudación.

21 El resultado operativo de EP forma parte de los ingresos consolidados del SPNF según metodología Borchardt Licandro (1995), Revista de Economía del BCU.

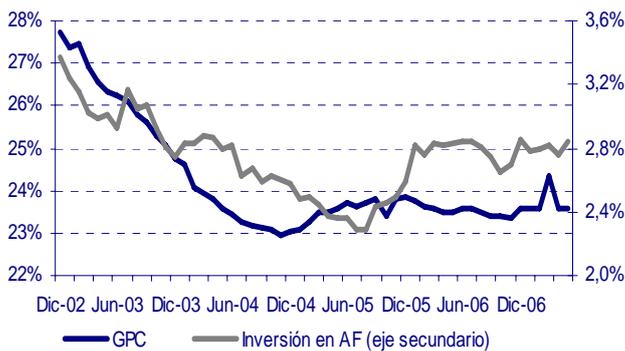
tarifa real promedio, mientras que los mayores costos están ligados a la expansión de la telefonía celular y las importaciones de energía eléctrica<sup>22</sup>. Compensado estos factores expansivos, se observa cierto descenso del precio del crudo en pesos constantes, junto con el menor uso de la refinería de La Teja por su reparación y especialmente la importante caída en el pago anual de IRIC (-35% real; o 0,3 puntos del PIB), la que está aunada al magro resultado financiero que las EP obtuvieron en 2006 sobre el cual se tributa este impuesto<sup>23</sup>. La actual coyuntura del precio del crudo ha quitado presiones a las compras de ANCAP, promoviendo cuatro reducciones del costo interno del combustible desde setiembre 2006. Esto, junto con el no ajuste de la tarifa de ANTEL desde agosto 2005, determina una reducción real de las tarifas: -2,1% en el índice global, -6,0% ANTEL y -3,8% ANCAP, mientras que UTE aumenta en 4,8%<sup>24</sup>.

**EGRESOS CONSOLIDADOS SPNF**  
var real 12 meses móviles



Siguiendo la evolución del PIB y de los ingresos fiscales, el Gasto Primario del SPNF mantiene la expansión iniciada en 2005, registrando en los 12 meses a mayo 2007 el referido aumento de 6,9% real (neto de variación de stocks). Esto implica un aumento cercano al de 2006 (7,3% real), permaneciendo en el entorno de 26% del PIB, 7 puntos menos que antes de la crisis de 2002.

**GPC E INVERSIÓN EN AF SPNF**  
doce meses móviles (% PIB)



El Gasto Primario Corriente (GPC) aumenta 6,9% real, manteniéndose en los 23 puntos del PIB, siendo liderado por las compras de bienes y servicios, mientras que remuneraciones y transferencias al Sector Privado muestran aumentos menores.

Las compras continúan aumentando a tasas altas, siguiendo determinadas por la ejecución del Plan Nacional de Emergencia Social (PANES) y la amortización de deuda flotante<sup>25</sup>. Por otro lado,

<sup>22</sup> Las compras de bienes y servicios aumentan 40% en UTE, 25% en ANTEL y 10% en OSE (últimos 12 meses a mayo 2007 en términos reales).

<sup>23</sup> El precio promedio del crudo BRENT en los primeros 5 meses de 2007 se ubica en USD 66,3, apenas 1,6% superior respecto al promedio de 2006 (USD 65,3). Medida en términos reales, existe una caída de 5,4%, la que fue mayormente trasladada a tarifas. Las compras de ANCAP caen 2,6% real en el periodo.

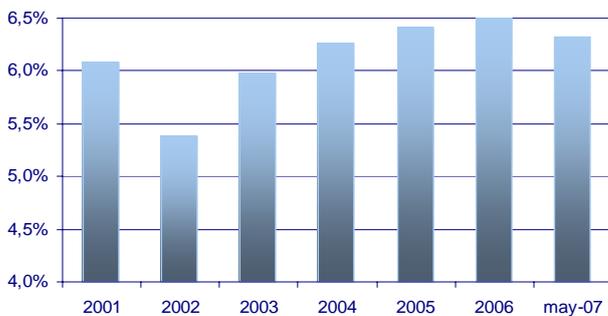
<sup>24</sup> Para ANCAP esta situación cambia a partir de julio, cuando nuevos aumentos del crudo en el mercado internacional dispararon el aumento de los combustibles.

<sup>25</sup> La amortización de la deuda flotante es una política iniciada en 2004; en el último año móvil la misma se reduce USD 18 millones (27% real), ubicándose a mayo 2007 en USD 64 millones.

el aumento de las prestaciones sociales está ligado a la evolución de la masa salarial, el número de beneficiarios y, como elemento más tendencial, a la reforma de la Seguridad Social de 1996. En las prestaciones activas también se destaca la ejecución del PANES, vía el pago del Ingreso Ciudadano. Así, el total de prestaciones se mantiene en los 12 puntos del PIB, nivel similar al mínimo de 1992<sup>26</sup>. Conviene resaltar que, sumando los pagos vía GC y BPS, el gasto del PANES se mantiene en 0,9% del PIB en el último año móvil.

Por otra parte, las inversiones públicas en activo fijo continúan aumentando en términos reales, aunque a tasas menores a las de 2006, especialmente en el Gobierno General, donde el aumento es casi nulo. En los doce meses a mayo 2007 crecen 6,9% real, impulsadas por EP (+15%), donde se continúa observando una recomposición entre ANTEL y UTE (+64% y -17% real respectivamente). Así, las inversiones en activo fijo del SPNF se mantienen en 2,8% del PIB, un punto del PIB por debajo del promedio de los últimos 15 años<sup>27</sup>.

**TASA PROMEDIO DEUDA SPNF**  
USD, %



## Intereses SPNF

Los intereses pagados por el SPNF se mantuvieron constantes en términos reales y se redujeron 0.3% del PIB en los últimos 12 meses a mayo 2007, producto de la evolución levemente favorable de sus determinantes, y coyunturalmente dado el nuevo calendario de vencimientos. La Deuda Neta del SPNF se mantiene virtualmente idéntica en términos reales en el último año móvil, mientras que su tasa de interés promedio marcó un leve descenso por la acción mezclada de sus determinantes. Por un lado, el aumento del Euro y por ende del DEG frente al Dólar, tasas de interés de referencia en niveles superiores a los de 2006 y la mayor

<sup>26</sup> Las pasividades crecen 2,4% en términos reales, donde el aumento del salario real es compensado por la reducción del número de pasividades (-0,5% en el año móvil a abril 2007), mientras que las prestaciones activas aumentan 12,9% en términos reales, impulsadas por el pago del Ingreso Ciudadano, la cuota mutual y el seguro de desempleo.

<sup>27</sup> Dada la reducción de stocks de crudo en el periodo, la inversión neta presenta un aumento menor.

*maturity* de las colocaciones del último año contribuyen al aumento de la tasa de interés pagada por el SPNF. Compensando estos factores, y unida a las mayor inflación en el último trimestre, el dólar vuelve a caer frente al peso; además se reducen tanto las tasas promedio en UI como el *spread* promedio de la deuda en dólares, siguiendo la evolución del índice global EMBI+<sup>28</sup>. La conjunción de estos factores con efectos mixtos determina que la tasa de interés promedio anual en dólares de la deuda del SPNF se ubique en 6,3%, nivel muy similar al de un año atrás, la cual implica una tasa real negativa en Pesos de cerca de 1%<sup>29</sup>.

Cabe recordar que la evolución en 12 meses de los intereses/PIB durante 2007 está contaminada por el cambio en la estructura de pagos mensuales de cupones surgida a partir de las operaciones de gestión de deuda de 2006.

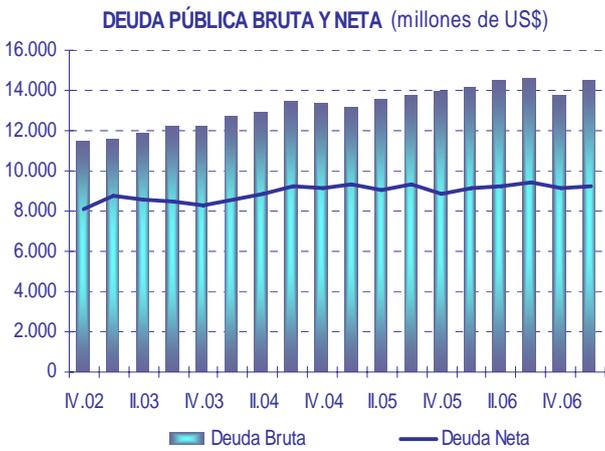
Como tendencia general, en la actual fase expansiva del ciclo macro se continúa observando un virtual equilibrio fiscal, un superávit primario mantenido en torno de 4 puntos del PIB y una reducción de intereses/PIB. Este resultado global es similar al de principios de los años 90; sin embargo, la composición actual muestra una carga de intereses/PIB unos 2 puntos superior. Unido al relativamente elevado ratio deuda/PIB, mantiene la necesidad de continuar generando los superávit primarios que se han obtenido. Por lo tanto, se sigue evidenciando la fuerte restricción fiscal que aún impone la dinámica de la deuda pública resultante de la crisis financiera de 2002, a pesar de la reducción de su stock respecto al PIB y de las operaciones de gestión de deuda realizadas desde 2006.

### Deuda Pública: dinámica, estructura y gestión

---

28 Según cifras preliminares, en el último año móvil la Deuda Neta SPNF habría aumentado 1,9% en pesos constantes. El Euro se aprecia 5,0% respecto al dólar, llegando a su máximo histórico, mientras el DEG lo hace por 1,8%; la tasa LIBOR de 6 meses en dólares pasa de 4,5% a 5,4%; y la apreciación del peso respecto al dólar es de 7,5%. La tasa promedio anual de títulos en UI pasa de 7,1% a 4,7%, mientras que el *spread* promedio de los títulos de deuda en dólares baja de 240 a 208 puntos básicos (índice EMBI+), mayo 2006 vs. mayo 2007.

29 Los stocks y la estructura de la deuda también influyen sobre los intereses y han cambiado mucho en el último año móvil, lo que se analiza más adelante.



Continuando en un entorno financiero netamente favorable para las economías emergentes, en 2007 se siguen realizando operaciones de gestión de deuda que profundizan los fuertes cambios en su estructura emergidos a fines de 2006, tanto por instrumento, donde se vuelve a sustituir deuda con organismos multilaterales por deuda soberana, como aumentando la participación de la moneda nacional y extendiendo el plazo promedio de la deuda.

La evolución de los stocks en el trimestre I.07 muestra un aumento de la Deuda Pública Neta en USD 112 millones, pauta por aumentos tanto de la Deuda Bruta (USD 757 millones) como de los Activos Financieros (USD 645 millones). De esta manera, a I.07 la Deuda Neta se ubica en USD 9.264 millones, nivel estable en los últimos 3 años, la Deuda Bruta en USD 14.473 millones y los Activos Financieros en USD 5.209 millones.

Esta evolución estuvo determinada por mayores emisiones de Títulos Públicos, tanto en moneda extranjera (USD 230 millones, pauta por la emisión internacional en Yenes) como en moneda nacional (USD 338 millones, tanto LRM en Pesos como Bonos en UI), junto a un aumento del crédito de proveedores externos (USD 111 millones) y, en menor medida, de préstamos multilaterales (Banco Mundial y BID por USD 67 millones).

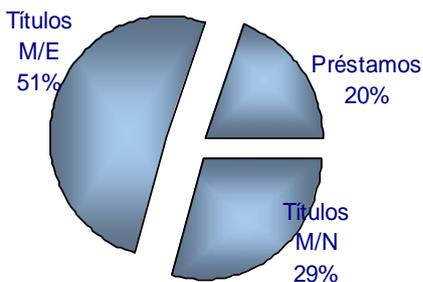
La emisión del bono en Yenes determinó un incremento de Activos del SPNF en USD 250 millones, mientras que los Activos de Reserva del BCU aumentaron en USD 370 millones (compra de divisas por USD 134 millones). La composición de los activos sigue manteniendo su liquidez y calidad: el 71% son activos líquidos de corto plazo, porcentaje similar al de mayo 2002.

**RATIO TÍTULOS PÚBLICOS / PRÉSTAMOS**



Analizando la deuda en Títulos Públicos y Préstamos, cuya información se dispone con menor rezago y representan la mayor parte de la Deuda Bruta, los datos a junio 2007 presentan como principal novedad dos nuevas emisiones de Bonos en UI en el mercado internacional por un total equivalente a los USD 1.000 millones, a 20 y 30 años de plazo, pagando un interés en UI de 4.25% y 3.7% respectivamente, las que permiten completar la curva de rendimientos en UI<sup>30</sup>. Además, sumadas al Bono Global en

**COMPOSICIÓN DE LA DEUDA POR INSTRUMENTO/MONEDA**  
stocks a mayo 2007



30 En abril se emite el Bono Internacional en UI a 20 años por un monto equivalente a USD 504 millones con amortizaciones lineales a partir del 2025. En junio se emite

Yenes emitido en marzo, completan una emisión internacional bruta de USD 1.267 millones (6,2% del PIB). Esto implica una activa participación de la República en los mercados internacionales de deuda, profundizando la sustitución de deuda con organismos internacionales por deuda soberana, junto con una disminución de los riesgos mercado y *rollover*. En tal sentido, se observan aumentos de la deuda a tasa fija, la que representa el 80% del total, de la participación de la moneda nacional en el conjunto de títulos, llegando a 36% (o 29% del universo Títulos Públicos y Préstamos), y de la *maturity* residual promedio de la deuda, la que se encuentra en 14 años, vs. 10 años a junio 2006<sup>31</sup>.

Por otra parte, la Ley de Endeudamiento establece un tope de USD 300 millones para la variación de la deuda en el ejercicio 2007. En I.07 la Deuda Neta del Sector Público Global compatible con la definida en dicha ley mostró un incremento de USD 147 millones, a raíz del aumento de la Deuda Bruta (USD 810 millones) por encima de la acumulación de Activos Financieros (USD 663 millones), manteniéndose dentro de los márgenes autorizados<sup>32</sup>.

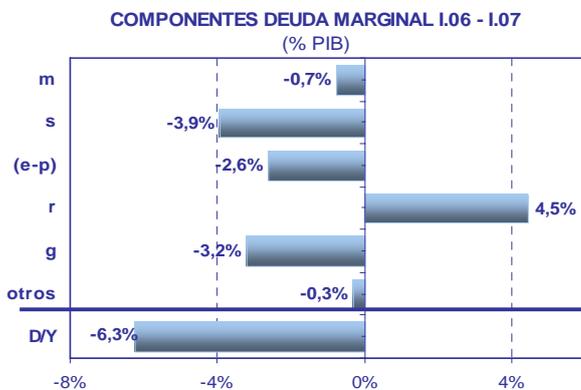
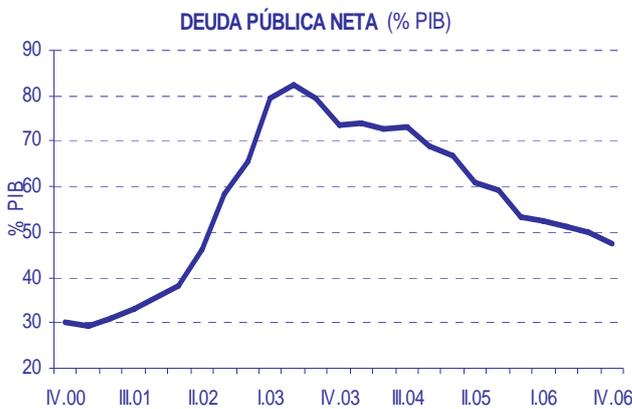
El ratio Deuda/PIB, uno de los indicadores relevantes para la sostenibilidad fiscal, continúa con su tendencia decreciente a tasas marginales menores, reduciéndose en el último año móvil 8,9% en términos brutos y 6,3% en términos netos. La Deuda Bruta/PIB alcanza a 72,5%, mientras que la Deuda Neta/PIB se ubica en 46,8%, los niveles más bajos luego de la crisis del 2002, pero todavía varios puntos por encima de los datos de 2001, tanto en términos brutos (17 puntos) como netos (11 puntos).

Como sucede en los últimos años, esta reducción sigue siendo explicada por el fuerte crecimiento del PIB en dólares, pero con una

el Bonos Global en UI a 30 años por un monto de USD 500 millones y amortizaciones lineales desde el año 2035.

31 El aumento de la participación de la deuda en moneda nacional se refuerza con la no renovación al vencimiento de Letras en dólares locales por USD 177 millones en el primer semestre.

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



## INFORME DE POLITICA MONETARIA

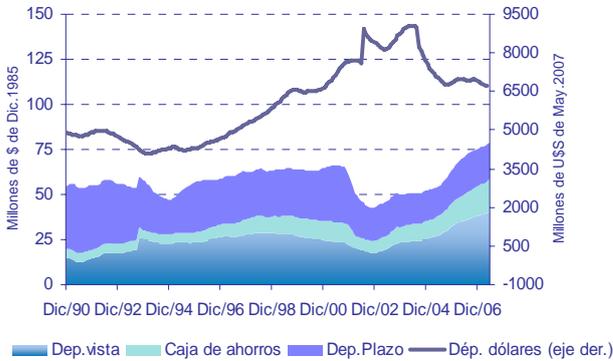
incidencia menor y un cambio cuantitativo en sus determinantes. Dada la mayor estabilidad de precios relativos en el último año, el descenso del dólar frente al peso pierde importancia, contribuyendo con menos de 3 puntos, mientras que el crecimiento real aporta un poco más de 3 puntos. Como ya es norma, el superávit primario continúa aportando cerca de 4 puntos adicionales, el señoreaje menos de 1 punto, y el único factor expansivo, los intereses, aumentan el ratio deuda/PIB en 4,5 puntos. Finalmente, las diferencias metodológicas entre stocks y flujos determinan una reducción adicional de 0,3 puntos del PIB<sup>33</sup>.

---

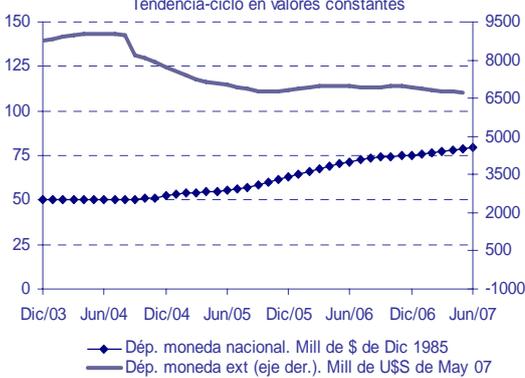
<sup>33</sup> Estas se originan por valuación (diferentes tipos de cambio utilizados en deuda y financiamiento) y cambios en el stock que no se reflejan en el financiamiento.

EL SISTEMA FINANCIERO

**DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA**  
Tendencia-ciclo en valores constantes



**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS DEPÓSITOS**  
Tendencia-ciclo en valores constantes



Los depósitos de residentes en el sistema bancario<sup>34</sup>

En el segundo trimestre de 2007 los depósitos en moneda nacional siguieron mostrando un importante dinamismo, en particular las colocaciones más líquidas, como las cajas de ahorro y los depósitos a la vista.

En los doce meses cerrados en junio los depósitos totales en moneda nacional aumentaron 11,5% en términos reales, con incrementos de 26% en las cajas de ahorro y de 14% en los depósitos a la vista. Por el contrario, las colocaciones a plazo fijo registraron en ese período un descenso real de casi 3%.

El componente tendencia-ciclo de la serie<sup>35</sup> de depósitos en moneda nacional, expresada en valores constantes, registró en el segundo trimestre un incremento mensual promedio de 1%, una tasa muy similar a las observadas desde la segunda mitad de 2006. Las cajas de ahorro aumentaron, en tendencia, a un ritmo mensual promedio de 2,1%, los depósitos a la vista lo hicieron al 1,1% y las colocaciones a plazo cayeron al 0,5% (siempre trabajando con series a precios constantes).

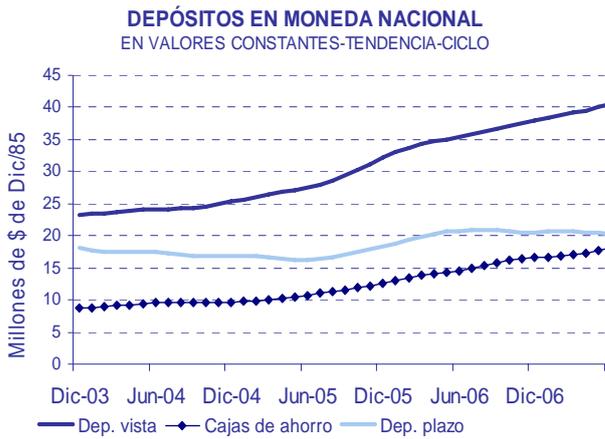
34 Para el análisis de los depósitos en moneda nacional se trabajó con información preliminar a junio de 2007; en el caso de los depósitos en moneda extranjera la información disponible llega a mayo de 2007. La metodología utilizada es la de los Balances Monetarios Consolidados.

<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam02/pmam02d.xls> y de los Principales Agregados Monetarios.

<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam03/pmam03d.xls>

35 Se consideró la tendencia-ciclo de Henderson calculada con el programa X12 ARIMA. La suavidad de este indicador, que le quita a la serie original el efecto de los factores estacionales, calendario e irregulares, permite analizar de manera más clara la coyuntura (posibilita comparar el nivel de un mes contra el inmediato anterior), y el largo plazo. Debe tenerse en cuenta que a medida que se van agregando nuevos datos a la serie o se cuenta con proyecciones fiables, el filtro utilizado vuelve a recalcular la tendencia-ciclo de toda serie, por lo que las variaciones de este componente suelen sufrir algunas modificaciones. Dichas modificaciones no son significativas desde el punto de vista cuantitativo, ni cambian las valoraciones cualitativas que se hicieron en su momento.

La mayor preferencia por la liquidez se explica fundamentalmente por la creciente bancarización de los medios de pago, y por el hecho de que las tasas de interés pasivas siguen sin resultar atractivas para los agentes, lo que limita la captación a plazos. Con respecto a la mayor bancarización de los medios de pago cabe señalar que en los últimos años los bancos están ofreciendo a sus clientes servicios de débito automático contra cajas de ahorro, así como también pagos de salarios y pasividades a través de este tipo de cuentas.



La preferencia por las colocaciones más líquidas también se observó en los depósitos en moneda extranjera. Dentro de éstos, las colocaciones a la vista registraron en los doce meses finalizados en mayo de 2007 un aumento en dólares corrientes de 13,5%, las cajas de ahorro crecieron 5%, mientras que los depósitos a plazo y los certificados de depósito<sup>36</sup> cayeron 1% y 21%, respectivamente.

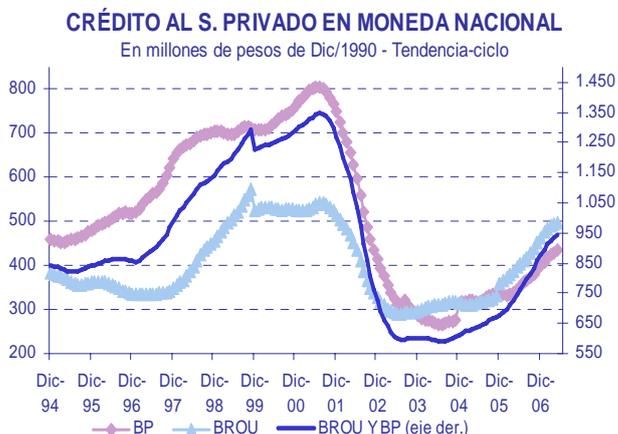
El total de depósitos en moneda extranjera tuvo una variación interanual positiva del 4,3% en la medición en dólares corrientes, pero la realizada en valores constantes registró una caída de 2,6%, lo que evidencia el escaso dinamismo que han venido mostrando los depósitos en moneda extranjera.<sup>37</sup>

En el componente tendencia-ciclo de la serie, que se presenta en el primer y segundo gráfico de esta sección, se observa claramente que este tipo de colocaciones han venido presentado un descenso real casi ininterrumpido durante el último año móvil considerado (sólo hubo ligeros aumentos en los últimos meses de 2006).

**DEPÓSITOS EN M.N.: VAR. INTERMENSUAL PROMEDIO DE LA TENDENCIA-CICLO**

	A la Vista	C. de Ahorro	Plazo
I.06	2,1%	3,1%	2,8%
II.06	1,2%	1,9%	1,5%
III.06	1,2%	2,6%	0,0%
IV.06	1,1%	1,6%	-0,5%
I.07	1,0%	1,0%	0,3%
II.07	1,1%	2,1%	-0,5%

En cada trimestre calendario se considera la tasa de variación mensual promedio de la tendencia-ciclo (Henderson, X12 ARIMA).



La evolución de las colocaciones por moneda muestra, a su vez, un avance en el proceso de desdolarización de los depósitos bancarios. En efecto, al cierre de mayo, los depósitos en moneda nacional representaban 20% del total, lo que supera en casi dos puntos porcentuales a la participación de un año atrás, y en casi cinco a la de dos años atrás.

<sup>36</sup> En general tienen un plazo muy corto y están dirigidos a inversores institucionales.

<sup>37</sup> Para calcular las variaciones en valores constantes se llevan los valores de toda la serie a dólares del último mes. Para realizar esta actualización se considera la variación del IPC en dólares.

## El crédito bancario<sup>38</sup>

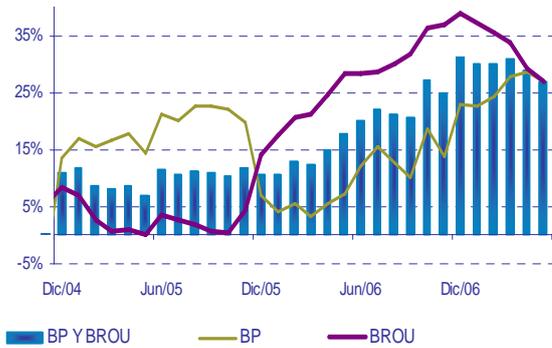
El crédito bancario al sector privado residente en moneda nacional siguió aumentando durante el segundo trimestre del año, aunque el ritmo de crecimiento fue algo inferior al registrado en trimestres previos, según las últimas cifras disponibles que llegan hasta mayo.

El componente tendencia-ciclo del crédito en moneda nacional, expresado en valores constantes, registró en el bimestre abril-mayo un incremento mensual promedio de 1,1%, equivalente a una tasa anual de crecimiento de casi 14%.<sup>39</sup> Desde el primer trimestre de 2006 la tasa mensual de crecimiento tendencial se había ubicado entre 1,5% y 2,5%. La desaceleración fue algo más fuerte a nivel del BROU que a nivel de BP.

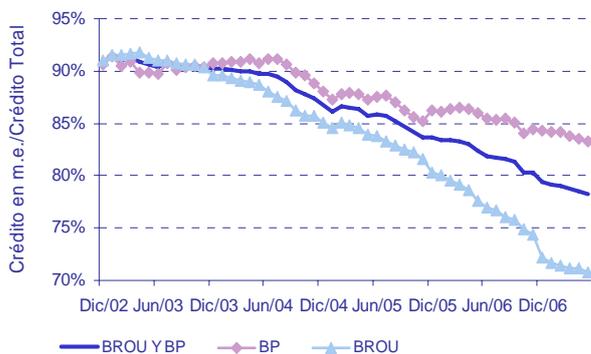
La tasa de variación de los últimos doce meses también mostró pérdida de ritmo. A fin de mayo de 2007 el saldo de los créditos en moneda nacional se ubicó, en términos reales, casi 27% por encima del nivel de un año atrás.<sup>40</sup> La tasa de crecimiento interanual se ubicaba en 10,5% real en diciembre de 2005, pero durante el transcurso del año 2006 y comienzos de 2007 fue aumentando en forma sistemática trimestre tras trimestre: 12% a marzo de 2006, 20% a junio, 21% a setiembre y 31% a diciembre de 2006 y a marzo de 2007.

El gran dinamismo que ha venido mostrando este tipo de financiamiento queda de manifiesto si ampliamos el horizonte temporal: desde la segunda mitad de 2004, que fue cuando los préstamos en moneda nacional comenzaron a recuperarse, el

**CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL**  
Variación interanual en términos constantes



**DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO**



38 Para el análisis del crédito bancario se ha trabajado con datos preliminares al cierre de mayo de 2007. La información utilizada corresponde a los saldos de créditos al sector privado no financiero residente calculados con la metodología de los Balances Monetarios Consolidados <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam02/pmam02d.xls>, siendo estas cifras corregidas por créditos castigados y por el efecto de ciertas operaciones especiales; no se considera al BHU.

39 La tendencia-ciclo es la propuesta por Henderson, que está disponible en el programa X12 ARIMA.

40 Tanto en el BROU como en BP el crecimiento real del crédito en moneda nacional fue cercano al 27%

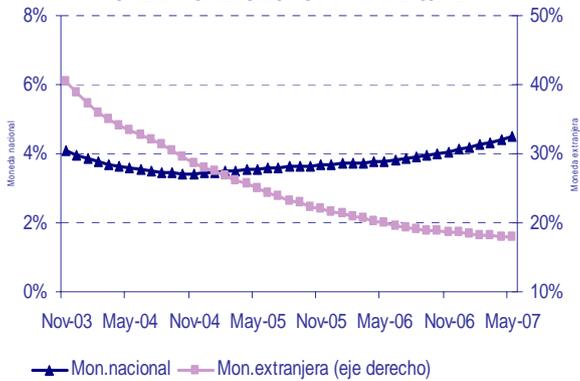
crédito total (sin BHU) aumentó 60% en términos reales, con aumentos muy similares en el BROU y en BP.<sup>41</sup>

Desde ese entonces, los créditos en moneda extranjera se mantuvieron estables en dólares corrientes,<sup>42</sup> lo que implicó una caída real de más de 32%. En el caso del BROU la caída real de los créditos en moneda extranjera fue de 47%,<sup>43</sup> mientras que en BP fue de 19%.<sup>44</sup>

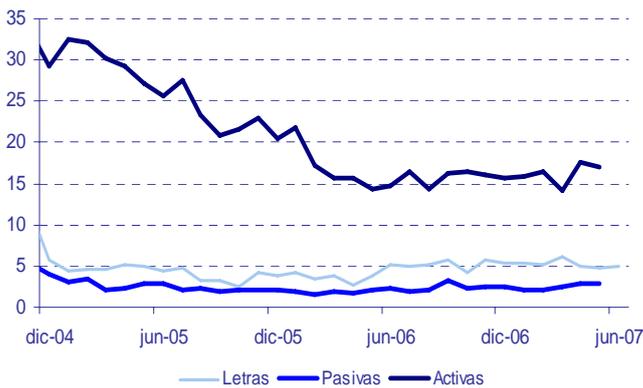
De esta manera, los créditos en moneda nacional pasaron de representar algo más de 10% a mediados de 2004 a significar casi 22% en mayo de 2007.<sup>45</sup> Esta evolución puede observarse en el gráfico de “ dolarización” del crédito bancario, medida ésta como el cociente entre los préstamos en moneda extranjera y el total de créditos otorgados.

En términos del PIB, los créditos en moneda extranjera pasaron de representar casi 33% a mediados de 2004, a significar 18% en mayo de 2007, mientras que los de moneda nacional pasaron de 3,5% a 4,5%. De esta manera, el crédito total pasó de 36% a 22% del PIB. Debe tenerse en cuenta que la apreciación cambiaria está explicando una parte importante de este descenso.

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/PIB



TASAS DE INTERES MONEDA NACIONAL



41 Las variaciones reales se calcularon sobre el componente tendencia-ciclo de las series para evitar distorsiones de tipo estacional o irregular. Si el cálculo se efectúa sobre la serie original las variaciones reales son 65% para el BROU, 60% para la banca privada y 63% para el total (sin BHU).

42 En dólares corrientes el crédito en moneda extranjera del BROU bajó 20%, mientras que en BP aumentó 18%. El total bajó 0,2%. Estas variaciones se calcularon sobre el componente tendencia-ciclo de la serie de crédito en dólares corrientes para evitar distorsiones de tipo estacional o irregular.

43 En la serie de crédito del BROU, siguiendo criterios del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras, se están considerando los préstamos pasados al Fideicomiso. En la publicación de los Balances monetarios Consolidados se explica su contabilización.

<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam02/pmam02d.xls>

44 En este caso las variaciones también se calcularon sobre el componente tendencia-ciclo por los motivos expuestos en la nota al pie anterior, aunque sobre la serie de crédito expresada en valores constantes.

45 Debe tenerse en cuenta que aquí no se consideran los créditos otorgados por el Banco Hipotecario, en cuyo caso, la participación de los préstamos en moneda nacional sería aún más importante. También hay que considerar en que aquí fueron activados los créditos castigados, dado el enfoque monetario del análisis.

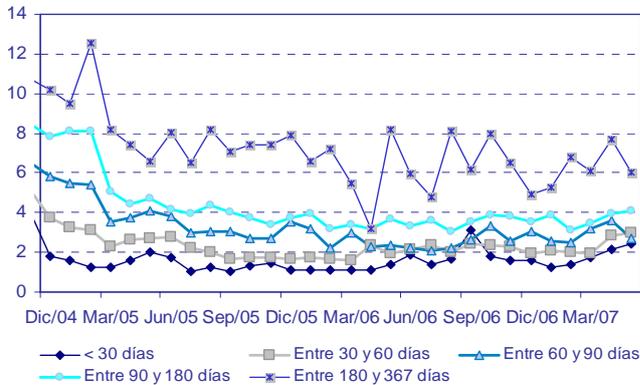
La evolución de las tasas de interés<sup>46</sup>

Los datos disponibles hasta mayo muestran que durante el segundo trimestre del año se ha procesado un aumento en las tasas en moneda nacional, tanto pasivas como activas, correspondientes al conjunto del sistema bancario, las que en el período alcanzan los máximos niveles observados en el último año.

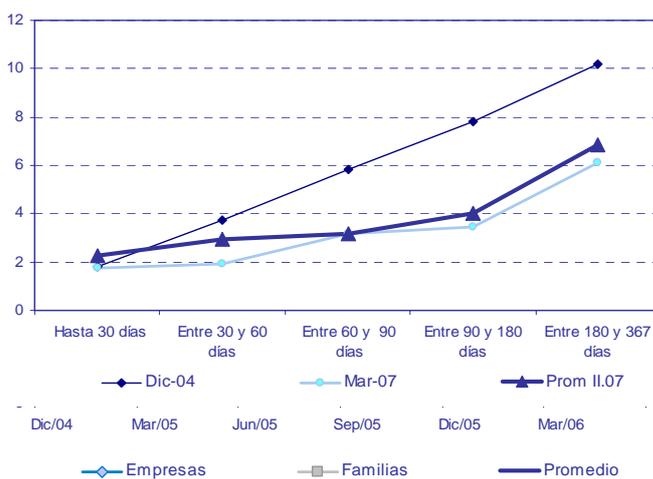
Las tasas pasivas en moneda nacional aumentaron de un promedio 2,2% en el primer trimestre del año a nivel de 2,9% en el bimestre mayo-junio. De mantenerse este comportamiento durante el mes de junio se estaría alcanzando en el segundo trimestre del 2007 las mayores tasas registradas durante los últimos diez trimestres. Esta tendencia creciente de las tasas pasivas se evidencia en todos los plazos, con excepción del plazo entre 60 y 90 días y el superior a 180 días, en los cuales si bien se incrementan las tasas en abril este movimiento se revierte en mayo. Con relación a la estructura temporal de tasas de interés en el promedio del segundo trimestre se observa una curva menos empinada que en marzo de 2007, observándose aumentos de tasas para la mayoría de los plazos. De compararse con diciembre 2004 se observa un notorio achatamiento de la curva el que obedece a que las tasas vigentes en el segundo trimestre de 2007 son inferiores para todos los plazos superiores a los sesenta días.

Las tasas activas en moneda nacional cobradas por el sistema bancario en sus líneas de financiamiento al sector no financiero también experimentaron un crecimiento pasando de 14,2% en marzo de 2007 a 17,3% en promedio durante el bimestre abril-mayo. Debe notarse, que tal como se evidencia en la gráfica la evolución de la tasa promedio refleja lo que ha sido el comportamiento a nivel sectorial observándose un encarecimiento

Tasas pasivas en moneda nacional



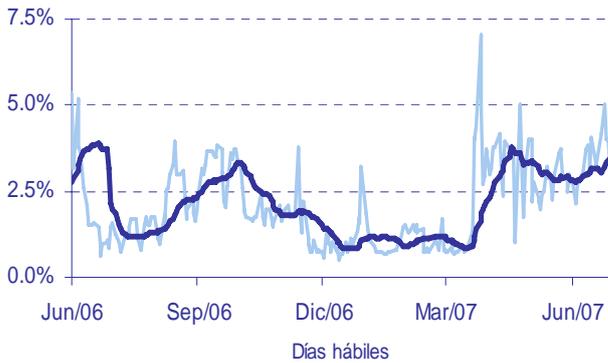
Estructura temporal de tasas pasivas en moneda nacional



46 Este capítulo se elaboró sobre la base de información del sistema bancario proporcionada por la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF) disponible al mes de mayo de 2007 e información de tasas interbancarias y pagadas sobre los títulos emitidos por el BCU proporcionada por la División Operaciones. Adicionalmente, se ha utilizado información del Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por la SIIF. <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref i-07.pdf>

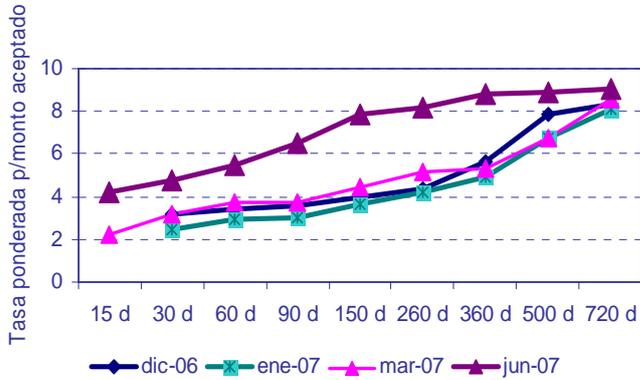
de las líneas de crédito en pesos tanto a las Empresas como a las Familias.

**TASA CALL INTERBANCARIA**



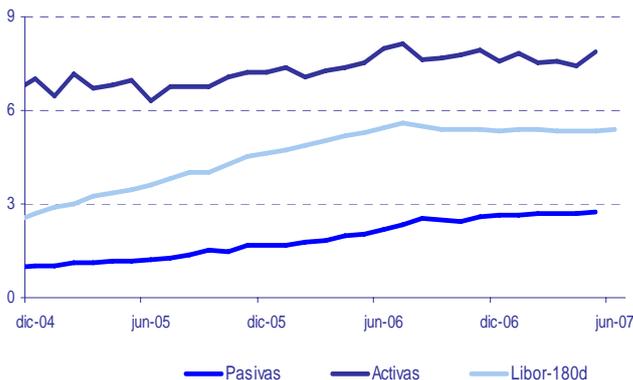
Este aumento experimentado durante el segundo trimestre del año por las tasas de interés bancarias, tanto pasivas como activas, refleja el comportamiento mostrado tanto por las tasas de interés interbancarias como la dinámica seguida por las tasas de los instrumentos en pesos. En efecto, la tasa call interbancaria que a fines del primer trimestre evidenció un incipiente aumento, al influjo de la política monetaria más restrictiva que decidió adoptar el BCU desde fines de marzo, fue aumentando en forma paulatina hasta alcanzar en la última semana del trimestre un promedio de 4,3%. El aumento de esta tasa durante el segundo trimestre del año es claro, resultando en este período en promedio casi 200 puntos básicos superior que la observada durante el trimestre previo.

**Estructura temporal de las tasas de interés pagadas sobre LRM**



En el caso de las tasas de interés pagadas por los instrumentos en pesos se observa un achatamiento de la curva y conjuntamente un aumento para todos los plazos, el cual resulta más significativo en el caso de los plazos intermedios y del muy corto plazo. En efecto las tasas pagadas sobre LRM en pesos cuyo plazo se ubica entre setenta y cinco y cuatrocientos días experimentaron en promedio un aumento de casi 300 puntos básicos con relación a las vigentes durante el primer trimestre del año. En el caso de los títulos colocados a plazos inferiores a setenta y cinco días el aumento experimentado en el mismo período se eleva a 1,8%. Por último, las tasas pagadas sobre los títulos a mayores plazos, esto es mayores a seiscientos días, experimentaron un aumento levemente superior al 1%.

**TASAS DE INTERES EN MONEDA EXTRANJERA**

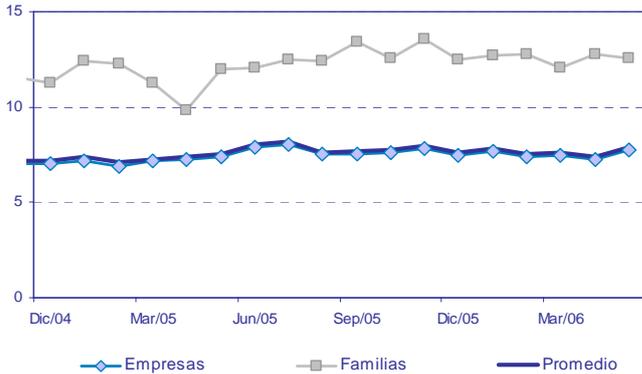


Las tasas pasivas en moneda extranjera, a juzgar por lo que ha sido su evolución en el período abril-mayo cuando alcanzaron un promedio de 2,7%, se han mantenido prácticamente constantes con relación al primer trimestre del año, en línea con lo que ha sido la evolución de las tasas internacionales.<sup>47</sup> Por su parte las tasas

<sup>47</sup> La LIBOR a 180 días, que es utilizada como referencia internacional en este análisis, se ubicó en 5.371% en el segundo trimestre del año, prácticamente el mismo nivel registrado en el trimestre previo.

activas en moneda extranjera exhiben un marcado aumento en mayo, no obstante lo cual en el promedio del bimestre alcanzan un nivel de 7,7%, porcentaje muy similar al registrado durante el primer trimestre del año (7,6%). Tal como se desprende del análisis sectorial este aumento refleja el alza experimentada por el costo del financiamiento en moneda extranjera a las empresas, que representa el 98% de los préstamos concedidos en moneda extranjera por el sistema bancario.

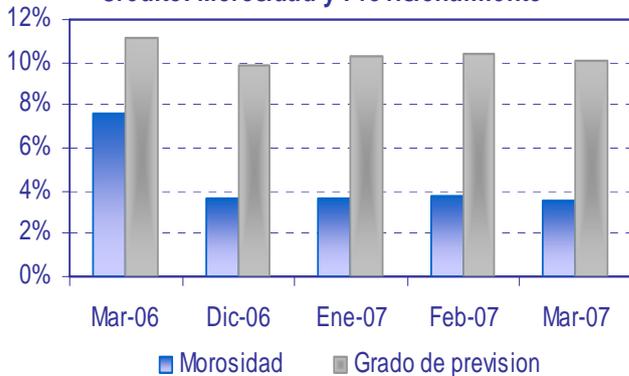
Tasas activas en moneda extranjera



**Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero<sup>48</sup>**

Durante el primer trimestre de 2007 el sistema financiero continuó mostrando el buen desempeño que lo caracterizó durante el año 2006. De esta forma se continúan observando mejoras en la calidad de la cartera de colocaciones de los bancos, sigue fortaleciéndose la solvencia de las instituciones y las ganancias generadas en el período superan las de un año atrás, manteniéndose niveles de liquidez consistentes con la estructura de plazos de los pasivos del sistema bancario. Si bien desde un punto de vista prudencial la elevada liquidez del sistema bancario es una práctica apropiada, en una perspectiva histórica el sistema no está proveyendo los servicios de crédito que otrora brindara. De esta manera, la elevada liquidez del sistema se vuelve un tema de estudio obligado en la búsqueda de un sistema bancario más vinculado a un proceso de crecimiento sustentable.

Crédito: Morosidad y Previsionamiento



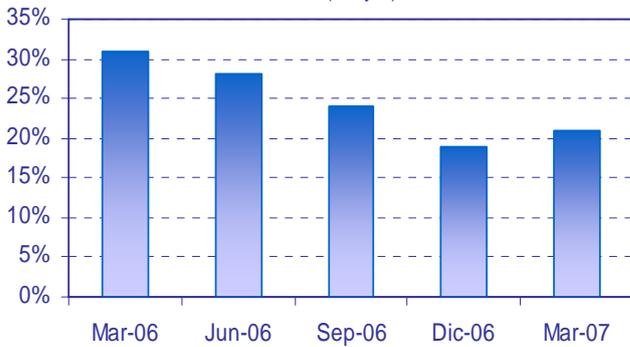
En el transcurso del primer trimestre del año continuó reduciéndose el nivel de morosidad de la cartera de colocaciones del sistema bancario al sector no financiero tal como se infiere de la evolución del ratio que mide la participación de los créditos vencidos en el total de créditos<sup>49</sup> el cual en marzo de 2007 se ubica en 3,5%, levemente por debajo del registro observado a fines de 2006 (3,6%) y sustancialmente inferior al que se observaba un año atrás: 7,6%. Tal como ha sido observado en informes anteriores, la mejora en

48 Basado en BCU, SIF, Reporte de Estabilidad Financiera, Cuarto trimestre de 2006. [http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref\\_iv-06.pdf](http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref_iv-06.pdf).

49 Tanto los créditos vencidos como los totales son considerados en términos brutos, esto es, sin deducir las provisiones. Y se considera la suma de moneda nacional y extranjera.

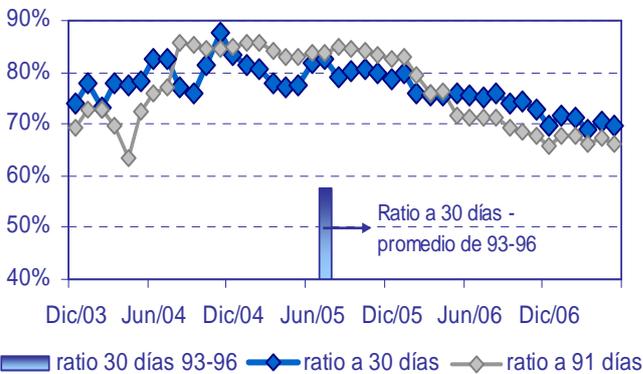
los ratios de morosidad se produce conjuntamente con un mayor previsionamiento sobre créditos vencidos por parte del sistema bancario, siendo el ratio del grado de previsionamiento a morosidad de 2,9 a fines de marzo de 2007.

**Crédito: Calidad de la cartera**  
Créditos clasificados (3,4 y 5)/Crédito Total



El ratio que relaciona las previsiones con los créditos brutos totales se ubica al cierre de marzo en 10,1%, no evidenciando variaciones de significación respecto a diciembre de 2006, cuando alcanzaba 9,9%, y resultando un punto porcentual inferior al registro observado en marzo de 2006. El leve aumento observado en el trimestre se originaría en que el porcentaje de créditos al SNF en las categorías de mayor riesgo (3,4, y 5) pasó de 19% a fines de 2006 a 21% al cierre del primer trimestre del año. No obstante esta evolución no debe perderse de vista que en marzo de 2006 este porcentaje era notoriamente superior: 31%. Con una perspectiva sectorial se observa que en el trimestre no experimentaron cambios la cartera de colocaciones cuyo destino fueron el sector Industrial, Comercio y Familias. Por el contrario se experimentó un deterioro la calidad del crédito concedido a la Construcción, a Otros Sectores, a los Servicios y al Agro.

**Ratios de liquidez del sistema bancario**



Durante el primer trimestre del año no se observan variaciones de significación en los ratios de liquidez los que, como se recordará, tienen como objetivo comparar los activos líquidos en relación a los pasivos exigibles dentro de los plazos de 30 y 90 días<sup>50</sup>. Estos indicadores que al cierre del primer trimestre se ubican en 68,8% y 66%, respectivamente, muestran que la liquidez del sistema bancario uruguayo continúa ubicada en niveles relativamente altos, máxime cuando se lo compara con el registro promedio observado entre 1993 y 1996. No obstante lo anterior debe notarse que los niveles alcanzados en marzo de 2007 resultan sustancialmente inferiores a los registros correspondientes al mismo mes de 2006, cuando ambos indicadores se ubicaban en el entorno de 76%. Este caída obedece al aumento experimentado por los pasivos a menos de treinta días dentro del total de pasivos, al mayor dinamismo mostrado por el financiamiento concedido al sector no financiero a

<sup>50</sup> Estos indicadores son construidos por la SIF en base a información contable por lo que reflejan plazos contractuales.

partir de la segunda mitad del año 2006 y a la mayor presencia del crédito al sector financiero cuyo plazo supera los 90 días.

La situación en materia de solvencia del sistema bancario continúa siendo holgada tal como se desprende del análisis de todos los indicadores utilizados. En este sentido se destaca que el requisito de capital por riesgo de crédito y de mercado se sitúa por encima de lo que establece la regulación. En efecto, el grado de adecuación patrimonial medido al cierre del primer trimestre de 2007 a través del cociente del patrimonio regulatorio y los requisitos de capital en base a riesgos alcanza 2,36 veces, evidenciando una mejora respecto a la situación de diciembre cuando este valor se ubicaba en 2,11 veces.<sup>51</sup> Por otra parte se observó en todo el sistema un aumento significativo del indicador de cobertura propia de crédito vencidos netos que relaciona el patrimonio regulatorio con los créditos netos de provisiones. Al cierre de marzo el patrimonio regulatorio resultaba 21 veces mayor que los créditos vencidos netos. Este mismo indicador, que a fines de 2006 mostró un registro de 19, se ubicó en 8 en marzo de 2006. La mejora experimentada en el primer trimestre de 2007 responde a la reducción de los créditos vencidos netos y al aumento del patrimonio,

En materia de resultados se observa que las ganancias generadas por el sistema bancario durante el primer trimestre de 2007, equivalentes a U\$S 76 millones, resultan casi 23% superiores en términos corrientes a las alcanzadas en igual trimestre del año 2006. Este resultado equivale a una tasa de retorno sobre activos (ROA) de 1,7% y una tasa anualizada de retorno sobre patrimonio (ROE) de 18,9%, muy similares a las observadas en el año previo.

---

<sup>51</sup> Las posibilidades de comparación de este indicador, en particular con el registro correspondiente al mismo mes del año 2006 son limitadas dado que a partir del 30/06/2006 se introdujo un cambio normativo en esta materia.

## Desarrollo macroeconómico reciente: los indicadores del segundo trimestre de 2007

Conforme a lo analizado, la economía uruguaya continuó creciendo a buen ritmo. Ello fue posible, principalmente, gracias al predominio de un ambiente externo favorable y del buen desempeño de las variables internas. La información surgida de algunos indicadores del segundo trimestre del año 2007 abona la idea de que el nivel de actividad ha continuado expandiéndose.

Las solicitudes de exportación siguieron creciendo, aunque a menor ritmo, en los cinco primeros meses del año respecto a igual período del año anterior (10% en dólares corrientes). Dicha desaceleración obedeció, principalmente, a la retracción de las ventas de carne.<sup>52</sup> En tanto, las importaciones de bienes medidas en dólares, excluyendo petróleo y destilados, también se incrementaron en dicho período (11%). Las compras al exterior de bienes de consumo y de bienes intermedios no petroleros siguieron creciendo a tasas significativas (20% y 11% respectivamente). Las importaciones de bienes de capital, por su parte, se mantuvieron estables debido a menores compras de maquinarias y equipos del sector público,<sup>53</sup> mientras que las del sector privado continuaron expandiéndose significativamente (21,6%). Por su parte, la recaudación de IVA, que es un indicador indirecto del gasto, continuó aumentando.

Mientras tanto, en los primeros cinco meses del año la actividad industrial (excluyendo a la refinería)<sup>54</sup> se incrementó 11,5% respecto a la verificada en igual período del año anterior.

---

52. En la primera mitad del año pasado se colocaron importantes volúmenes de carne vacuna debido a la apertura de los mercados de Chile y Rusia y al retiro de Argentina del mercado internacional.

53. Cabe recordar que a principios del año 2006, UTE efectuó importantes compras al exterior de equipamiento para la instalación de una planta de generación de energía. Si se excluye este efecto las importaciones totales sin petróleo se habrían incrementado 16,8% al cabo de los primeros cinco meses del año.

54. De acuerdo a datos del INE, base 2002=100.

### III. LA INFLACIÓN

#### Evaluación del comportamiento de la inflación

El Índice de los Precios al Consumo (IPC) aumentó 2,13% en el segundo trimestre y, luego de mostrar una variación últimos doce meses máxima de 8,25 % en el año cerrado en mayo, se desaceleró y acumuló un crecimiento de 8,05% en el culminado en junio.

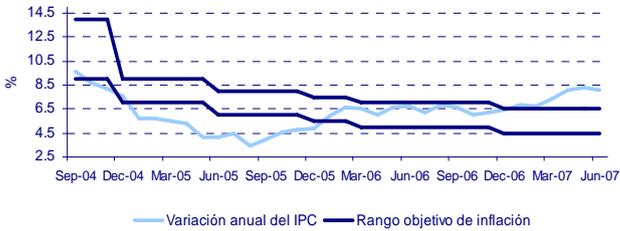
En el análisis de la evolución de los precios del consumo es importante tener en cuenta el fortalecimiento que desde fines de 2006 viene mostrando el incremento de los precios de los bienes transables, la tendencia creciente de los costos unitarios de la mano de obra, la evolución de los precios de las frutas y verduras y el comportamiento del precio internacional del petróleo.

Resulta interesante destacar que el hecho que la inflación se encuentre por encima del rango puede en parte atribuirse al aumento registrado en los precios de frutas y verduras que, en los doce meses cerrados en junio, alcanzó a 55.05 %. En dicho período, la inflación en el resto de los rubros del IPC fue 6,58 %.

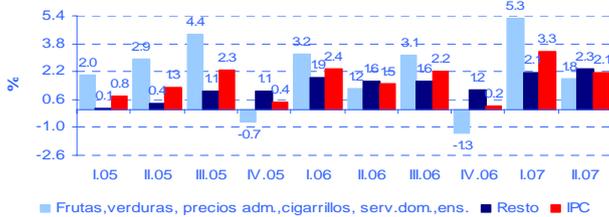
En el segundo trimestre del año, los precios del petróleo continuaron ejerciendo una presión alcista sobre los precios al consumo y dieron lugar a un aumento de 3,14% en las tarifas de ANCAP.

En el último trimestre se habría estabilizado el componente tendencial de los índices de difusión<sup>55</sup>, tanto los que consideran todos los precios incluidos en el IPC como los que excluyen a los precios administrados y a los más volátiles.

INFLACIÓN OBJETIVO E INFLACIÓN EFECTIVA



VARIACIONES TRIMESTRALES DEL IPC



ÍNDICES DE DIFUSIÓN  
Total IPC



ÍNDICES DE DIFUSIÓN  
Sin precios volátiles ni administrados



55 Los índices de difusión muestran qué porcentaje se encareció entre los artículos considerados en cada caso.

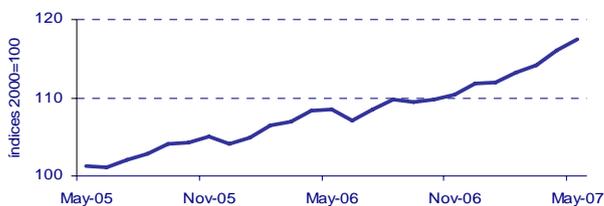
## Los precios administrados y los volátiles

Los precios administrados<sup>56</sup> crecieron 0,80% en el segundo trimestre, aportando 0.21 puntos porcentuales a la variación del IPC del período. Se destacan las rebajas de junio de las tarifas de ANTEL (3,7%), de OSE(3,4%) y de UTE (2%), que adelantaron el traslado a precios de la rebaja de aportes patronales que la reforma tributaria estableció para las empresas públicas. Aumentaron los precios de ANCAP (3,14%) debido a la evolución del precio internacional de petróleo. Finalmente, la Intendencia Municipal de Montevideo dispuso un incremento de 3,94% de los precios que regula.

En el segundo trimestre, el incremento de 11,73% de los precios de frutas y verduras (aumento de 16,47% en abril, caída de 4,01% en el bimestre siguiente) contribuyó con 0,47 puntos porcentuales a la variación experimentada por el IPC en el período.

El conjunto de bienes y servicios que se excluye para calcular el indicador “de exclusión” de la inflación subyacente (precios administrados, servicio doméstico, enseñanza, frutas y verduras, cigarrillos) registró un aumento de 1,79% en el segundo trimestre, variación que tuvo una incidencia de 0,7 puntos porcentuales en la del IPC del período.

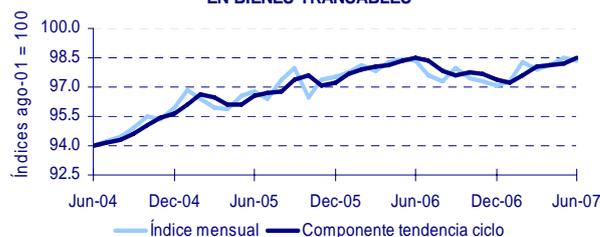
**PRECIOS EXPRESADOS EN DÓLARES**  
(principales socios comerciales)



## Los precios de bienes transables

La evolución de los precios de los rubros transables del IPC, ante la relativa estabilidad cambiaria del período, terminó reflejando el comportamiento de los precios expresados en dólares de nuestros principales socios comerciales. Según los datos utilizados por el BCU para el cálculo del tipo de cambio real efectivo, la inflación internacional relevante para Uruguay habría alcanzado a 8,37% en el año culminado en mayo de 2007. En base a los datos de encuestas de expectativas relevadas en la región y a los informes

**COMPONENTE NO TRANSABLE**  
EN BIENES TRANSABLES



<sup>56</sup> Tarifas públicas, precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

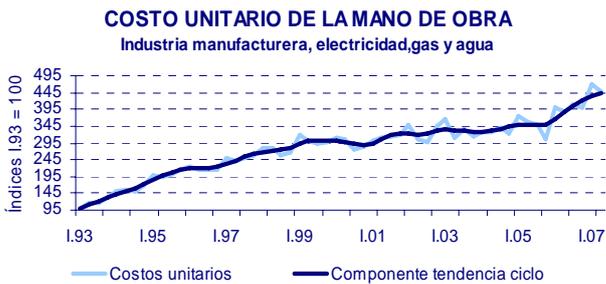
de diversas consultoras internacionales, se supone que el crecimiento de los precios externos perderá fuerza en el horizonte de 18 meses relevante para la política monetaria. Sin embargo, la incertidumbre sobre la evolución del precio del petróleo, sobre el comportamiento de la inflación en dólares en la región y sobre la cotización del dólar norteamericano en los mercados de divisas internacionales hacen aconsejable no descartar la posibilidad de presiones inflacionarias asociadas a la inflación internacional.

También se observó un crecimiento del componente no transable de los precios transables, tal como sugiere la comparación de los precios percibidos por los productores y los cobrados a los consumidores<sup>57</sup>. Dicho componente no transable incluye a los costos de transporte, a los márgenes de comercialización mayoristas y minoristas, al IVA y al COFIS.

### Los costos unitarios de la mano de obra

A la hora de evaluar eventuales presiones inflacionarias, es necesario corregir la evolución de los salarios por la productividad del factor trabajo, a los efectos de obtener los costos unitarios de la mano de obra.

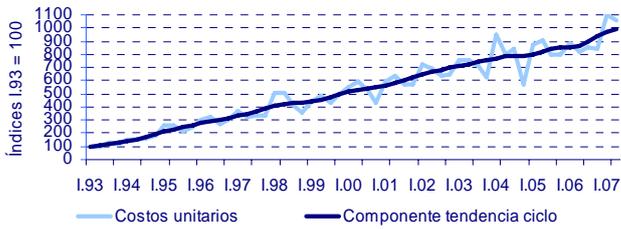
Se presenta a continuación una estimación para el primer semestre de 2007 de los costos unitarios de la mano de obra en “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua ” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios ” <sup>58</sup>; “ Construcción ” y “ Transporte y comunicaciones.” En uno de



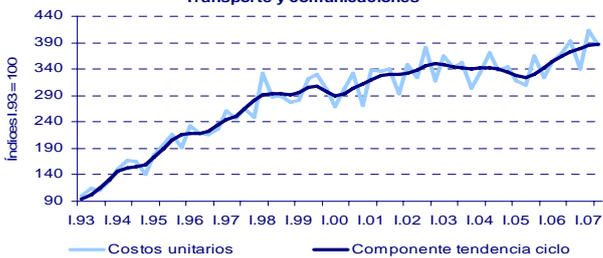
57 Se trabajó con aquellos bienes que están incluidos tanto en la canasta del IPC como en la del Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN). Para cada bien se comparó la evolución del precio al consumo con la del precio que percibe el productor. Las ponderaciones de estos precios relativos son las utilizadas en el IPC. Los datos corresponden al período agosto 2001- junio 2007, lapso para el cual está disponible el IPPN.

58 Se trata de un agregado formado por: “ Comercio y reparaciones ” ; “ Restaurantes y hoteles ” ; “ Intermediación financiera ” ; “ Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler ” ; “ Enseñanza ” ; “ Servicios sociales y de salud ” ; “ Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares ” ; “ Organizaciones y órganos extraterritoriales ” y “ Servicio doméstico ”

**COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA**  
Construcción



**COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA**  
Transporte y comunicaciones



**PRECIOS AL CONSUMO**

Primer componente principal variaciones mensuales  
Modelo para extracción tendencia-ciclo estimado para 01.03-06.07



los anexos del presente informe se detalla la metodología utilizada<sup>59</sup>.

Se trabaja con proyecciones para el segundo trimestre de los salarios, del producto y del empleo. Se recurre a modelos sectoriales para distribuir el crecimiento de estas variables. Se trabaja con salarios líquidos.

El análisis realizado permite concluir que en el primer semestre de 2007, los costos unitarios de la mano de obra habrían crecido en todos los sectores de actividad considerados.

Al evaluar las estimaciones presentadas en el informe anterior, se apreció una subestimación del crecimiento del costo unitario de la mano de obra del primer trimestre, resultante de trabajar con un aumento de productividad media del factor trabajo superior al efectivamente observado.

Como ya sido aclarado en anteriores informes, los cambios de 2005 de la negociación salarial dificultan la extracción del componente tendencial de los costos unitarios de la mano de obra. Es probable que en los períodos de incrementos salariales surjan sesgos positivos en la estimación de dicho componente y que lo contrario ocurra en los períodos en que no se producen ajustes de salarios.

### La inflación subyacente

En el último semestre ha crecido en 0.12 puntos porcentuales el componente tendencia-ciclo del indicador que sigue la evolución del primer componente principal de las variaciones mensuales de los precios al consumo.

Este indicador a partir de la estimación del primer componente principal de las variaciones mensuales de precios al consumo, pondera dichas variaciones según su contribución a la variabilidad del conjunto.

59 Ver " Anexo: Costos unitarios de la mano de obra"

Las estimaciones presentadas deben ser evaluadas con cautela en la medida que podrían presentar un sesgo por varias razones:

- a) Los modelos utilizados podrían tener dificultades en detectar el cambio en el patrón estacional de la inflación asociado a las transformaciones institucionales de la negociación salarial vigentes desde 2005.
- b) La reducción del IVA y del COFIS para una porción importante de los rubros incluidos en la canasta del IPC así como la disminución de los aportes patronales a la seguridad social en el comercio y en los sectores de servicios contribuirán a reducir la variación de los precios del consumo. Es probable que esta reducción transitoria en la variación del IPC tenga un efecto de corto plazo del mismo signo en el indicador de inflación subyacente utilizado.
- c) Por otra parte, los ajustes salariales de julio, el incremento de los aportes patronales a la seguridad social en la industria manufacturera, la aplicación del IVA a algunos rubros hasta ahora exentos y el aumento del IVA para otros ítems, contribuirán a un aumento de corto plazo de la variación del IPC y de la medida de inflación subyacente empleada.

**INFORME DE POLITICA MONETARIA**

<b>PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL DE VARIACIONES MENSUALES DE PRECIOS AL CONSUMO (1)</b>					
	Valor mensual	Acumulado últimos doce meses	Componente tendencia ciclo (2)		
			Valor mensual	Últimos doce meses	Anualizado
ene-06	0,73	3,63	0,39	3,48	4,82
feb-06	0,49	4,01	0,39	3,80	4,81
mar-06	0,43	4,08	0,39	4,05	4,76
abr-06	0,44	4,16	0,41	4,31	5,08
may-06	0,73	4,79	0,45	4,59	5,56
jun-06	0,32	4,91	0,48	4,85	5,86
jul-06	0,54	5,12	0,49	5,08	6,10
ago-06	0,60	5,50	0,50	5,25	6,11
sep-06	0,50	5,52	0,48	5,35	5,86
oct-06	0,03	5,33	0,47	5,38	5,73
nov-06	0,19	5,26	0,48	5,45	5,94
dic-06	0,52	5,66	0,51	5,58	6,31
ene-07	0,79	5,71	0,53	5,72	6,53
feb-07	0,60	5,83	0,54	5,87	6,65
mar-07	0,62	6,03	0,56	6,05	6,90
abr-07	0,59	6,19	0,60	6,25	7,42
may-07	0,98	6,46	0,64	6,44	7,94
jun-07	0,55	6,70	0,65	6,63	8,14

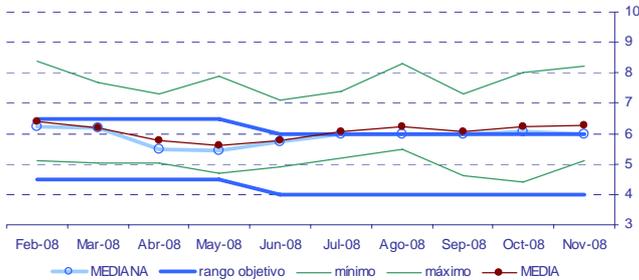
(1) Se pondera las variaciones mensuales de precios al consumo según su contribución a la variabilidad del conjunto

(2) A partir de modelo estimado para el períodos 01.03 a 06.07

**LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS**

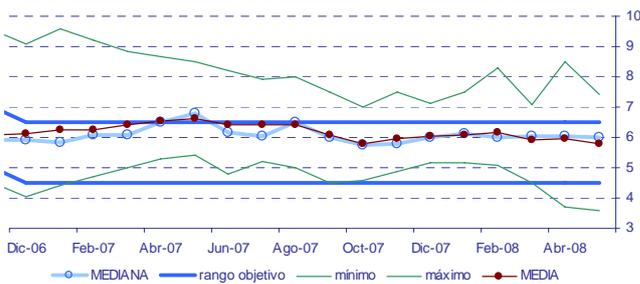
**Resultados recientes**

**INFLACIÓN ESPERADA EN DIECIOCHO MESES**



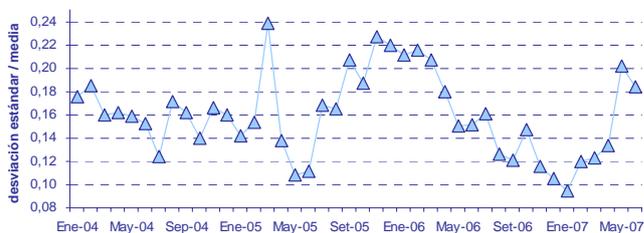
La mediana de las expectativas de inflación para los próximos dieciocho meses, luego de situarse levemente por encima del borde superior del rango de política establecido para junio de 2008, retorna al valor de 6% en el mes de junio. En términos de media, se registra un incremento de 6.23% en mayo a 6.29% en junio. También puede observarse una disminución de la distancia entre los valores extremos de la distribución ya que si bien aumenta el máximo, el mínimo se incrementa en mayor proporción, ubicándose en 8.2% y 5.1% respectivamente.

**INFLACIÓN ESPERADA EN DOCE MESES**



En el horizonte temporal a doce meses, la mediana de las expectativas también retorna al valor de 6% mientras que la media se reduce de 5.96% en mayo a 5.81% en junio. Por otro lado, al igual que en el horizonte temporal a dieciocho meses, se observa una reducción de la distancia entre los valores extremos de la distribución de las expectativas. Sin embargo, en este caso se explica por una disminución del máximo en mayor proporción que la del mínimo, continuando ambos valores por fuera del rango establecido.

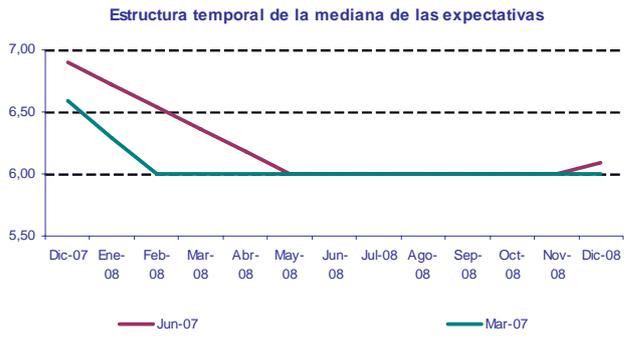
**VOLATILIDAD RELATIVA DE LAS EXPECTATIVAS A 12 MESES**



La volatilidad relativa de las expectativas a doce meses se reduce de 0.2 en mayo a 0.18 en junio, en concordancia con la disminución de la distancia entre los valores extremos de la distribución de las expectativas mencionado anteriormente. Sin embargo, continúa siendo elevada. En el horizonte a dieciocho meses, se observa una tendencia similar, retornando a 0.12 en junio.

Si observamos la estructura temporal de la mediana de las expectativas, se aprecia un incremento para diciembre de 2007, alcanzando el 6.9%. En el mediano plazo, tanto para los próximos doce como dieciocho meses la misma se reduce a 6%; mientras que para fines de 2008 la mediana de las expectativas se ubica en 6.09%. Este alineamiento con la meta del gobierno podría interpretarse como un signo de credibilidad de los agentes en la

## INFORME DE POLITICA MONETARIA



política macroeconómica, en el sentido de que la misma cumplirá con su objetivo de reducir la inflación hasta ubicarla dentro del rango establecido, recostada sobre el límite superior.

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

### LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007

En la segunda reunión ordinaria del año, celebrada el pasado 29 de marzo de 2007, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCU ratificó, tal como fuera previamente decidido en el marco del Comité de Coordinación Macroeconómica, que el rango objetivo de inflación anual se ubicaba en el intervalo que va de 4% a 6% en el horizonte de proyección monetaria que finaliza en el tercer trimestre de 2008. De esta forma se mantuvo en dieciocho meses el horizonte de vigencia del compromiso asumido por la autoridad monetaria tal como fuera dispuesto en junio del año pasado en acuerdo con el marco de las pautas acordadas entre el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

En consideración a este compromiso en materia de la evolución de los precios que asumió la autoridad monetaria y en función de una evaluación de riesgos que alertaba respecto a las crecientes presiones inflacionarias, tanto provenientes de factores domésticos como asociados al contexto internacional, es que el COPOM decidió adoptar una instancia contractiva de política monetaria.

En línea con esta decisión se anuncia una corrección a la baja de la pauta indicativa de crecimiento anual de los medios de pago en el horizonte de proyección monetaria que fuera anunciado en el trimestre previo. Es así como el crecimiento esperado de los medios de pago para los siguientes doce meses, variable para lo cual en marzo se había anunciado una tasa de 15%, es fijado en 9% para el trimestre que finaliza en marzo de 2008.



Por otra parte, el Comité decidió disminuir al 7% la Facilidad Marginal de Crédito de que disponen las instituciones bancarias.<sup>60</sup> Esta decisión se adoptó con el ánimo de evitar eventuales problemas puntuales en el mercado en un contexto en el cual resultaba previsible, e incluso conveniente, observar una suba de las tasas de interés, en particular de las correspondientes al corto plazo.

El manejo de corto plazo de la política, en línea con las decisiones adoptadas, propició un manejo de la política monetaria que apuntó a la esterilización de la liquidez de corto plazo en el mercado, por lo que el uso de instrumentos de regulación de liquidez de corto plazo terminaron teniendo una importante ponderación en el transcurso del trimestre. Como consecuencia, se procesó una reducción del plazo promedio de los títulos en pesos colocados por la autoridad monetaria, los que pasaron de 387 días en marzo a 71 días durante el reciente mes de junio.

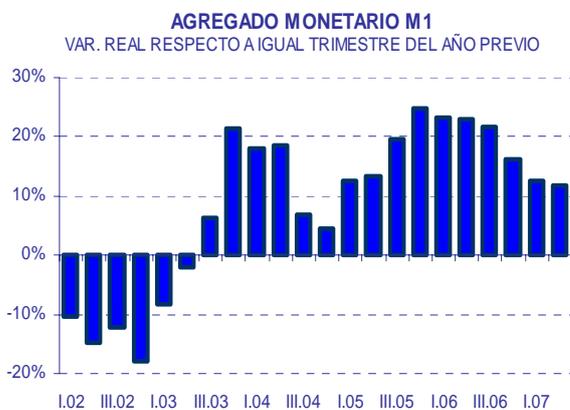
SalDOS en millones de pesos corrientes		
Fecha	M1	BM
	fin de mes	promedio mensual
I.2006	29.996	20.916
II.2006	29.660	20.790
III.2006	29.940	20.666
IV.2006	32.849	21.676
I.2007	36.121	24.280
Abr.2007	35.717	24.278
May.2007	35.295	23.354
Jun.2007	36.723	24.500
<b>II. 2007(*)</b>	<b>35.912</b>	<b>24.044</b>

(\*) Ver la primera nota al pie que aparece en esta sección.

## LOS MEDIOS DE PAGO<sup>61</sup>

### La evolución del agregado monetario M1

De acuerdo, a las últimas cifras disponibles,<sup>62</sup> el agregado monetario M1 se habría ubicado en un nivel promedio de \$ 35.912 millones en el segundo trimestre de 2007, lo que implicaría una variación prácticamente nula con relación al promedio del trimestre previo (caída de 0,6%).<sup>63</sup>



60 De acuerdo a lo dispuesto por el Artículo 53 de la Recopilación de Normas de Operaciones.

61 Con posterioridad a la redacción de este informe fueron divulgadas nuevos datos sobre la evolución de las distintas variables monetarias. Los mismos están disponibles en la página WEB del BCU.

62 En el momento en que se redactó este informe se contaba con datos definitivos de abril, preliminares de mayo y proyectados de junio.

63 El promedio del trimestre fue calculado con valores a fin de cada mes.

De esta manera, el M1 nominal aumentó, en términos desestacionalizados, cerca de 4% con relación al trimestre previo<sup>64</sup>, presentando un crecimiento de 21% respecto al nivel de igual trimestre de 2006.

**AGREGADO MONETARIO M1**  
VAR % REAL DE TENDENCIA-CICLO CONTRA MES ANTERIOR



El análisis del componente tendencia-ciclo de la serie, que además de quitarle los factores estacionales permite aislar también los efectos atípicos<sup>65</sup>, muestra que en el segundo trimestre de 2007 el M1 nominal presentó un aumento tendencial promedio de 5% con relación al trimestre previo, lo que implica una aceleración con relación al crecimiento alcanzado en el primer trimestre del año que había sido de menos de 4%.<sup>66</sup>

En términos reales, el agregado M1 se redujo en el segundo trimestre del año 3% con respecto al trimestre previo, acompañándose a la menor demanda de dinero por motivos estacionales. En términos interanuales el M1 registró en el segundo trimestre un incremento real de 11,9%, una tasa de crecimiento que fue muy similar a la verificada en el primer trimestre del año (que había sido de 12,6%).

La evolución reciente del M1 real se puede observar con mayor claridad a través de la variación intermensual de su componente tendencia-ciclo. De allí surge que en el segundo trimestre este agregado monetario mostró un crecimiento mensual promedio de casi 0,8%, lo que equivale a un ritmo anualizado de 9,8%. Durante el año pasado el M1 real había registrado un crecimiento tendencial promedio de 1,5% en el primer trimestre, de 1,1% en segundo y en

<sup>64</sup> La desestacionalización fue realizada con el programa Tramo-Seats.

<sup>65</sup> A modo de ejemplo, cabe destacar que a fin de marzo el M1 se había ubicado en un nivel atípicamente alto, como resultado del adelanto del pago de salarios y jubilaciones previo al feriado de Semana de Turismo.

<sup>66</sup> La tendencia-ciclo fue calculada con el filtro de Henderson que proporciona el programa X12 ARIMA. Debe tenerse en cuenta que a medida que se van agregando nuevos datos a la serie o se cuenta con proyecciones fiables (es deseable agregarle previsiones), el filtro utilizado vuelve a recalcular la tendencia-ciclo de toda serie, por lo que las variaciones de este componente suelen sufrir algunas modificaciones. Dichas modificaciones no son significativas desde el punto de vista cuantitativo, ni cambian las valoraciones cualitativas que se hicieron en su momento.

el tercero y de 0,6% en el cuarto. En el primer trimestre de 2007 el aumento promedio también había sido de 0,6%.<sup>67</sup>

En el segundo trimestre siguió aumentando la relación entre M1 y PIB, la cual pasaría de algo menos de 6,7% a fin de marzo a 6,8% a fin de junio. Como ya fue mencionado en informes anteriores este ratio alcanzó los mayores valores de los últimos veinte años.<sup>68</sup>

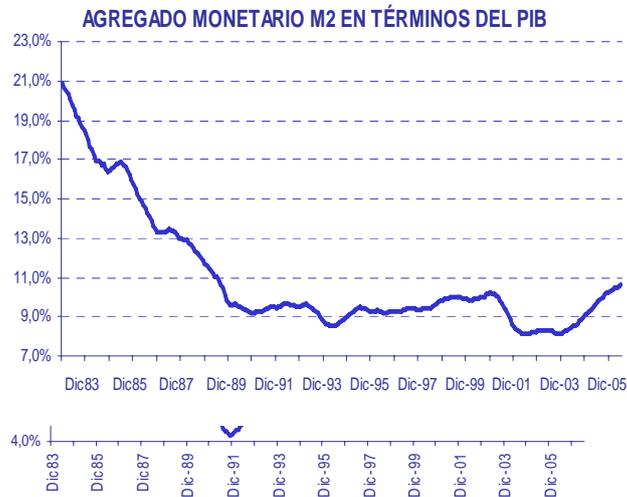
En el segundo trimestre, el agregado M1', que incluye a los mismos componentes que el M1 y además a las cajas de ahorro en moneda nacional, mostró una evolución muy parecida a la del M1. En ese período el componente tendencia-ciclo del M1' real aumentó a un ritmo mensual promedio de 0,7%, una tasa muy similar a las registradas en el último trimestre de 2006 y el primero de 2007. La relación entre el M1' y el PIB aumentó de 8,3% a fin de marzo a 8,5% al cierre de junio.

El agregado M2, que está integrado por los mismos instrumentos que el M1' y además por los depósitos a plazo fijo en moneda nacional, <sup>69</sup> también ha venido aumentando en términos del PIB, pero las tasas alcanzadas, que fueron 10,3% a fin de 2006, 10,5% en marzo de 2007 y 10,6% en junio del mismo año, aún se ubican muy lejos de los niveles de mediados de los años ochenta. Esta dinámica del M2 es la consecuencia natural del poco dinamismo que han venido mostrando los depósitos a plazo, tal como se analizó en el capítulo de Sistema Financiero.

Como se puede observar en el cuadro adjunto, en el segundo trimestre del año, el crecimiento tendencial de la cantidad real de medios de pago, medida de nuevo con el agregado M1, estuvo impulsado tanto por la oferta primaria de dinero como por la creación secundaria.

### La oferta de dinero primario

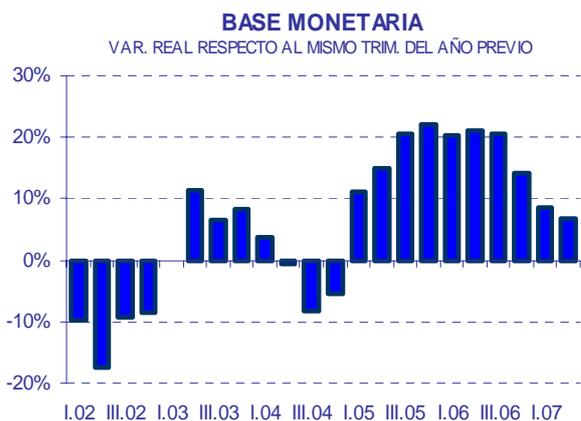
67 Calculado con el filtro de Henderson que proporciona el programa X12 ARIMA.  
 68 Para calcular este cociente se consideraron promedios móviles del M1 y del PIB, siempre en períodos de doce meses.  
 69 Incluye depósitos en pesos uruguayos, en Unidades Indexadas (UI) y en Unidades Reajustables (UR).



VARIACIÓN INTERMENSUAL PROMEDIO TENDENCIA-CICLO			
	BM real	Multiplicador	M1 real
I.2006	1,7%	-0,3%	1,5%
II.2006	0,8%	0,2%	1,1%
III.2006	0,6%	0,5%	1,1%
IV.2006	0,6%	0,2%	0,6%
I.2007	0,6%	0,2%	0,6%
II.2007	0,3%	0,3%	0,8%
Variaciones Interanuales (*)			
I.2007	14,1%	1,8%	16,2%
II.2007	8,5%	2,4%	11,2%

En cada trimestre calendario se considera la tasa de variación mensual promedio de la tendencia-ciclo (X12 ARIMA). Debe tenerse en cuenta que a nivel de la tendencia-ciclo puede no coincidir exactamente la variación del M1, con la suma acumulada de las variaciones de la BM y el multiplicador.

(\*) En las variaciones interanuales se compara el nivel promedio de cada trimestre contra el de igual período del año anterior, utilizando para ello la serie original y no la tendencia-ciclo



## INFORME DE POLITICA MONETARIA

De acuerdo a las últimas cifras disponibles<sup>70</sup>, la BM promedio del segundo trimestre del 2007 sería de \$ 24.044 millones, registrando una caída de 1% en términos nominales con respecto al nivel promedio del trimestre anterior.

De esta manera, la BM se ubicaría 15,7% por encima del nivel del mismo trimestre de 2006, presentando un crecimiento real interanual del 6,9%.

Al analizar la dinámica reciente de la BM real, a través de la variación intermensual de su componente tendencia-ciclo,<sup>71</sup> se observa que pese a que en el segundo trimestre del año la creación primaria fue mayor a la proyectada, la tasa de crecimiento promedio del 0,3% mensual fue menor al 0,6% mensual que se había registrado en los tres trimestres anteriores.

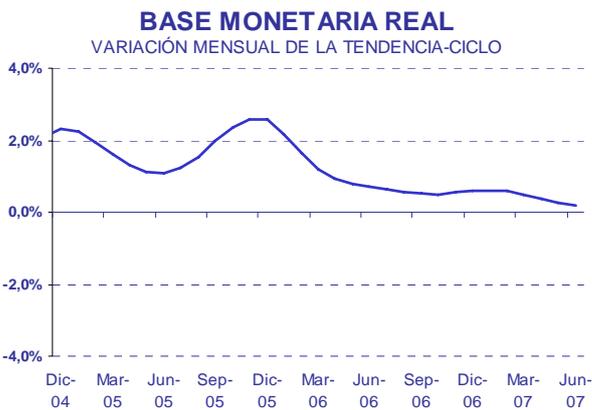
### Los factores de variación de la BM

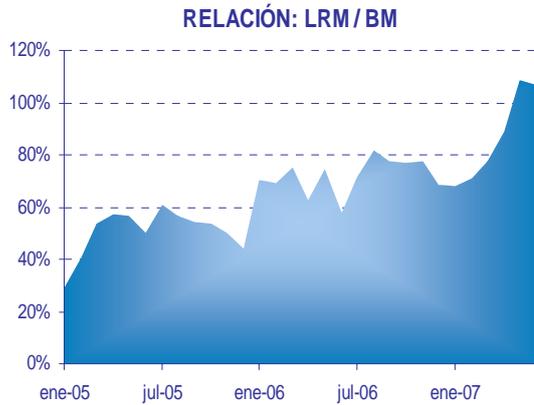
La BM del segundo trimestre del año experimentaría una contracción de los \$ 1.959 millones, lo cual resulta atípico si se lo compara con iguales trimestres de años anteriores. En efecto, el adelanto que en marzo se realizó sobre pago de sueldos y pasividades correspondientes al mes de abril introduce distorsiones sobre el análisis que están incidiendo en dicha contracción, por lo que se optó en esta oportunidad por analizar el primer semestre en su conjunto en lugar del habitual enfoque trimestral. Como resultado, el primer semestre de 2007 presentaría una variación de BM, medida en términos de punta a punta, de -\$ 88 millones contra -\$ 795 millones de igual período de 2006.<sup>72</sup> Dicho diferencial, que depende crucialmente del punto de partida, es decir del nivel de cierre del año, incluye a su vez, comportamientos disímiles de los distintos factores de variación de la oferta monetaria.

<sup>70</sup> Datos proyectados el 28/06/07 con cifras del BCU al 27/06/07, de cuentas del Gobierno Central en BROU al 25/06/07 y del sistema bancario al 25/06/07.

<sup>71</sup> El componente tendencia-ciclo fue calculado con el filtro de Henderson que está disponible en el programa X12 ARIMA.

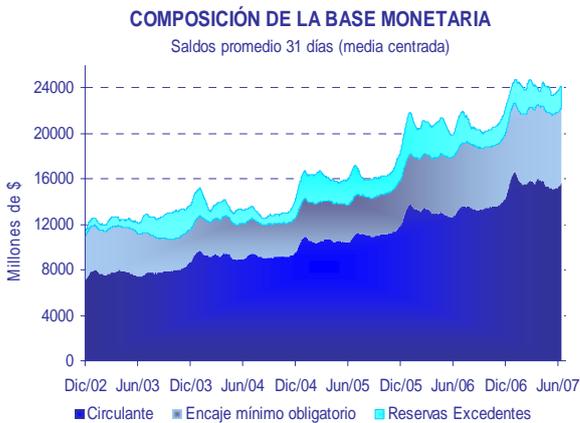
<sup>72</sup> En ambos casos se comparó el nivel de cierre de junio de cada año contra el de fin de diciembre del año anterior.





Por un lado, las compras netas de divisas del consolidado GC-BPS alcanzaron en el primer semestre de 2007 los \$ 20.351 millones<sup>73</sup> (el equivalente a U\$S 851 millones) en comparación con los \$ 9.242 millones de igual semestre en 2006 (U\$S 382 millones). Las compras de divisas del BCU en el mercado<sup>74</sup> y el déficit parafiscal, completan los factores expansivos de ambos períodos. Con referencia a los factores contractivos (superávit fiscal y colocaciones de instrumentos en UI)<sup>75</sup>, los mismos no registran mayores diferencias entre ambos semestres. Sin embargo, y como contracara de la mayor expansión del GC del primer semestre de 2007, las colocaciones de LRM en pesos que realizó el BCU son notoriamente superiores que en igual período de 2006 (\$ 8.228 millones en comparación con \$ 2.353 millones)

### La composición de la BM



En la composición de la BM se observó que en el segundo trimestre de 2007 las reservas voluntarias representaron en promedio 7,9% del total, sólo un punto porcentual menos que en el primer trimestre del año.

Para los primeros meses de 2007 el COPOM había fijado de antemano objetivos más elevados de M1 y de BM, lo que implicó que la participación de los excedentes se mantuviera en porcentajes relativamente altos (entre 9% y 10% de la BM).<sup>76</sup> Desde marzo, las reservas voluntarias comenzaron a perder peso, pero la caída de su participación ha sido muy moderada.

73 La cifra de 11.047 millones corresponde a 10.846 millones que figura en el cuadro de Oferta ajustada por ventas de el BCU realiza por utilidades de préstamos internacionales.

74 En 2006 las compras de BCU fueron mayores que en 2007 en U\$S 90 millones

75 Se consideran tanto las colocaciones del BCU como del GC.

76 Cuando el dinero primario aumenta de manera relativamente rápida, los bancos y otros agentes suelen mantener transitoriamente reservas excedentes por encima de los niveles deseados.

En mayo, último dato efectivo disponible, las reservas representaron 7,2% de la BM,<sup>77</sup> mientras que los componentes más asociados a los medios de pago, como el circulante y el encaje obligatorio sobre los depósitos bancarios, significaron 64,8% y 28%, respectivamente. De acuerdo a las previsiones que se están realizando para junio las reservas voluntarias, bancarias y no bancarias, se ubicarían en el entorno de 7,8%.

### El multiplicador monetario

En el segundo trimestre de 2007 el multiplicador monetario, definido como el cociente entre el agregado M1 a fin de mes y la BM promedio, se mantuvo estable con relación al trimestre previo,<sup>78</sup> alcanzando un nivel promedio de 1.49.<sup>79</sup> Este nivel, que fue 4,7% superior al registro correspondiente al mismo período del año 2006, estuvo muy en línea con las previsiones, las que lo ubicaban en casi 1.50.

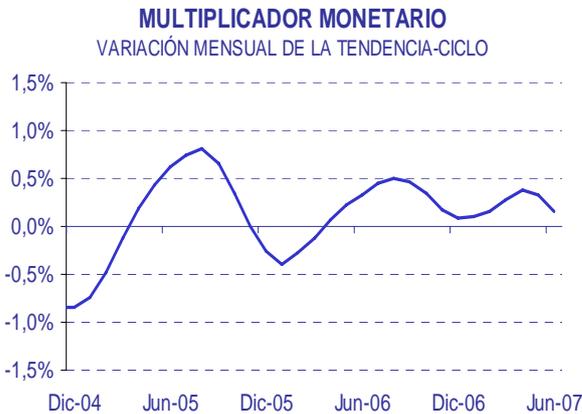
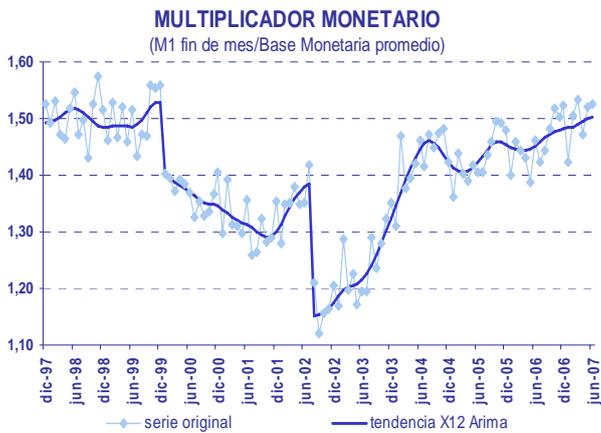
Tras la clara desaceleración de los últimos meses de 2006 y de comienzos de 2007, el multiplicador monetario mostró una moderada recuperación en su ritmo de crecimiento a partir de febrero, la que se consolidó durante los meses de marzo, abril y mayo. En junio el multiplicador mostró una leve desaceleración, pero la tasa de crecimiento tendencial promedio del segundo trimestre fue de 0,3% mensual, lo que supera levemente al ritmo promedio del primer trimestre del año (que había sido de algo menos del 0,2% mensual).<sup>80</sup>

77 Ese porcentaje puede desagregarse en el 5% que estaba en manos de la banca pública y privada y 2,2% que estaba en poder de agentes no bancarios, sobre todo las AFAPs.

78 Esta comparación tiene sólo un valor estadístico, ya que la misma está influida por factores estacionales e irregulares. Es por ello que en el párrafo anterior se analizó la tendencia-ciclo, que permite aislar a la serie de estos factores.

79 Recordar que en junio se trabajó con una proyección de M1 fin de mes y con una BM promedio estimada.

80 El componente tendencia-ciclo fue calculado con el filtro de Henderson que está disponible en el programa X12 ARIMA.



## INFORME DE POLITICA MONETARIA

### RESERVAS VOLUNTARIAS TOTALES

EN PROMEDIOS MENSUALES-MILLONES DE PESOS



### RELACIÓN CIRCULANTE/DEPÓSITOS VISTA

EN PROMEDIOS MENSUALES



El crecimiento tendencial que mostró el multiplicador en el segundo trimestre estuvo impulsado por la caída de los excedentes bancarios y por el persistente descenso de la propensión del público a mantener efectivo.

Este último coeficiente bajo un enfoque de mediano y largo plazo, como se recordará, es de los que más ha incidido en la evolución del multiplicador. En efecto, la lenta pero sostenida reducción de la preferencia del público por circulante ha sido uno de los factores que han impulsado al alza al multiplicador monetario con posterioridad a la salida de la crisis financiera. Este mayor grado de bancarización de los medios de pago ha sido el resultado natural de la recuperación de la confianza en el sistema financiero y de los avances tecnológicos que han llevado a que los agentes se manejen con un nivel más bajo de efectivo.

Por el contrario, el hecho de que el crecimiento de los depósitos bancarios en moneda nacional se haya concentrado sobre todo en las colocaciones más líquidas, lo que ya fue analizado en el capítulo del Sistema Financiero, ha llevado a que los bancos deban mantener un mayor nivel de encaje, lo que se constituye en un freno a la creación secundaria de dinero.

## V. POLÍTICA MONETARIA Y BALANCE DE RIESGOS

Teniendo en cuenta el comportamiento tendencial de la inflación y dada la evolución esperada de la demanda por medios de pago, así como el comportamiento previsto en otros factores que pueden tener incidencia en el proceso de formación de precios, el BCU decidió pasar a una posición contractiva de política monetaria, reduciendo el ritmo de crecimiento de M1 desde la pauta anterior de 15% a una de 9% anual.

Sobre la base de la evaluación del contexto internacional relevante, las perspectivas macroeconómicas y financieras de la economía uruguaya y la evolución reciente de la inflación, el Banco Central del Uruguay conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas decidieron mantener el rango objetivo de inflación a 4 a 6% anual para el período que finaliza en setiembre de 2008, manteniendo el horizonte de dieciocho meses de la política. A la vez, dicho Comité constata que en los últimos meses se ha producido un aumento de las presiones inflacionarias constituyendo -asimismo- la inflación externa relevante otro factor de preocupación. A partir de estas pautas y consideraciones, el Comité de Política Monetaria del BCU procedió a definir las principales características de la política monetaria a ser implementada durante el horizonte de proyección.

Aún cuando la inflación haya bajado en junio, la política monetaria continuará enfretando desafíos tanto en el plano interno como en el externo.

En el plano interno, la aceleración del proceso de demanda de bienes y servicios en relación al producto da cada vez más factibilidad a un escenario de inflación de demanda. A pesar de las dificultades de medición de la brecha de producto no caben dudas que ésta ha venido reduciéndose, constituyéndose en un elemento a tener en cuenta en el futuro cercano.

En el escenario de proyección, comienza a jugar un rol cada vez mayor la forma en que se dará el nuevo proceso de negociación salarial que empieza a principios de 2008. Los aumentos de

productividad experimentados en los últimos años han sido claves para reducir el impacto sobre los costos de las empresas de los incrementos de salarios. A futuro, el traspaso de los aumentos salariales a precios dependerá de cómo siga evolucionando la productividad. A estos empujes por el lado de los costos debe agregársele la recomposición de márgenes del sector empresarial.

Adicionalmente, el continuo proceso de crecimiento de la demanda de dinero sigue siendo uno de los factores más importantes a monitorear en los próximos meses. En los últimos trimestres se ha notado una desaceleración del crecimiento de la demanda de dinero, manteniendo de todos modos tasas importantes de crecimiento. El fortalecimiento de la demanda de dinero se encuentra fuertemente asociado tanto a factores internos - básicamente a las políticas que buscan la reducción de la fragilidad financiera de la economía- como a la coyuntura de elevada liquidez internacional. En la medida que estos factores se profundicen o reviertan - algo que no puede ser previsto con exactitud por no depender exclusivamente de la política interna- podrían generar modificaciones en el comportamiento de la demanda de dinero.

En el plano internacional los riesgos -tanto globales como regionales- siguen estando vinculados a la forma en que se resolverán los desequilibrios globales. Si bien ya se prevé una reducción para 2007 de esos desequilibrios, liderados por el ajuste gradual del déficit de la economía de U.S.A., la aceleración de esos ajustes sigue constituyendo un riesgo a tener en cuenta ya que podría llevar a cortes abruptos en los flujos de capital, lo que tendría impactos sobre la política monetaria por la caída de la demanda de dinero, tanto por razones de portafolio como por el efecto del contexto internacional sobre las transacciones internas. El lado positivo de este escenario radica en la factible reducción del precio del petróleo asociada al enlentecimiento de la actividad a nivel mundial y al crecimiento de la oferta derivado de las inversiones ya realizadas en el sector.

Aún cuando han mostrado una tendencia reciente al alza, los precios del petróleo no han mostrado una tendencia clara. Si bien existen elementos para pensar que estos deberían tomar una tendencia decreciente en el mediano plazo, la elevada dependencia de este precio de factores políticos hacen que requiera de

## **INFORME DE POLITICA MONETARIA**

constante monitoreo en el quehacer de la política monetaria y justifican la posición conservadora adoptada en el escenario base de elaboración de la política.

## Anexo: Costos unitarios de la mano de obra

Para el cálculo de los costos unitarios de la mano de obra se utilizó el procedimiento tradicional que consiste en comparar la evolución de los índices medios de salarios sectoriales divulgados por el INE con una estimación de la productividad media de la mano de obra en la que se emplean datos de producto de las cuentas nacionales estimadas por el BCU y de empleo de la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del INE.

Los datos del segundo trimestre de 2007 son estimados

La información de salarios se refiere a salarios líquidos y a empresas formales.

Las series de producto sectorial del BCU se refieren al espacio formal de la economía. Las series de empleo sectorial estimadas con la información de la ECH del INE reflejarían tanto a la economía formal como a la economía informal.

Al construir las series de costos unitarios de la mano de obra se procuró que la cobertura de actividades económicas fuera similar para las distintas variables consideradas (salarios, producto, empleo) y que no tuviera grandes cambios a lo largo del período estudiado (1993-2007). Este procedimiento fue el que determinó los agrupamientos de actividades económicas realizados.

Se trabajó con los siguientes agrupamientos sectoriales: “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” <sup>81</sup>; “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones.”

---

81 Se trata de un agregado formado por: “ Comercio y reparaciones” ; “ Restoranes y hoteles” ; “ Intermediación financiera” ; “ Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler” ; “ Enseñanza” ; “ Servicios sociales y de salud” ; “ Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares” ; “ Organizaciones y órganos extraterritoriales” y “ Servicio doméstico”

## **INFORME DE POLITICA MONETARIA**

Las proyecciones de salarios se construyeron a partir de las información disponible hasta el mes de abril de 2007 y de estimaciones para el resto del primer semestre año

ANEXO: CUADROS ESTADÍSTICOS

**Anexo – Variaciones de los precios incluidos en el IPC**

	I.06	II.06	III.06	IV.06	I.07	II.07	jul-06- jun-07
<b>Variación IPC</b>	<b>2.37</b>	<b>1.48</b>	<b>2.19</b>	<b>0.21</b>	<b>3.31</b>	<b>2.13</b>	<b>8.05</b>
Sin frutas ni verduras	2.14	1.76	1.97	0.04	2.71	1.73	6.58
Sin frutas, verduras, precios administrados	2.13	1.49	1.86	1.23	2.39	2.08	7.77
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico	2.03	1.55	1.61	1.28	2.28	2.17	7.54
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico, cigarrillos	2.08	1.59	1.65	1.12	2.32	2.22	7.52
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico, cigarrillos, enseñanza	1.88	1.64	1.61	1.17	2.12	2.34	7.44
<b>Transables internacionales</b>	<b>1.11</b>	<b>1.39</b>	<b>1.02</b>	<b>1.12</b>	<b>1.67</b>	<b>2.29</b>	<b>6.24</b>
Carne y derivados	0.97	2.08	2.77	-0.15	3.44	3.73	10.10
Vestimenta	-1.22	2.44	-2.03	2.11	-2.34	3.62	1.24
Lácteos	1.46	4.80	0.87	-0.06	1.63	5.27	7.85
Cigarrillos	0.00	0.00	0.00	7.98	0.55	-0.01	8.57
Electrodomésticos	1.46	0.75	-0.58	1.54	0.26	1.13	2.36
Sin carne	1.15	1.21	0.55	1.47	1.20	1.90	5.20
Sin carne, vestimenta, lácteos y cigarrillos	1.55	0.77	0.91	0.98	1.68	1.49	5.16
<b>Transables regionales</b>	<b>3.77</b>	<b>-0.48</b>	<b>2.86</b>	<b>2.93</b>	<b>6.07</b>	<b>4.43</b>	<b>17.27</b>
Frutas y verduras	9.66	-6.86	9.33	5.31	20.52	11.73	55.05
Sin frutas y verduras	2.28	1.26	1.24	2.29	2.05	2.03	7.83
<b>No transables</b>	<b>2.68</b>	<b>2.08</b>	<b>2.65</b>	<b>-1.04</b>	<b>3.43</b>	<b>1.35</b>	<b>6.48</b>
Tarifas	1.76	4.70	-0.32	-4.68	4.55	-0.01	-0.67
Salud	3.68	0.69	5.10	0.20	3.76	0.00	9.26
Política departamental	0.52	0.95	2.92	-5.07	1.19	3.94	2.76
Enseñanza	5.63	0.69	2.36	0.30	5.84	0.21	8.90
Servicio doméstico	4.69	0.00	8.11	0.00	5.02	0.00	13.54
Otros	2.62	2.08	2.54	1.09	2.68	2.39	8.98

**CUADRO 2: FACTORES DE VARIACION DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA**  
**DATOS EN MILLONES DE PESOS**

	I.06	II.06	III.06	VI.06	I.07	II.07	datos acumulados		Ultimos doce meses a:		
							ene-jun 2006	ene-jun 2007	Jun 2006	Dic 2006	Jun 2007
							<b>1 - Compras netas de moneda extranjera</b>	5.641	838	562	4.199
Al sistema Financiero	5.278	532	226	3.814	465	49	5.810	514	12.363	9.851	4.555
Al Gobierno Central	362	306	336	385	364	201	669	564	7.124	1.390	1.285
<b>2 - Crédito neto al Sistema financiero</b>	-8	-2	-5	0	-16	0	-11	-16	-32	-16	-21
<b>3 - Crédito neto al Gobierno Central</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	-5.737	0	0
<b>4 - Utilizacion disponibilidad m.n. GC-BPS</b>	-863	-1.565	110	2.470	4.667	3.557	-2.428	8.225	-1.609	151	10.804
Amortización neta de bonos y letras de tesorería	-974	-2.380	-1.806	-1.072	-2.030	-1.529	-3.354	-3.559	228	-6.231	-6.437
Intereses sobre bonos y letras en moneda nacional	148	520	169	610	178	603	667	781	1.365	1.446	1.560
Compras netas en moneda extranjera	4.361	4.881	5.719	7.230	9.506	10.846	9.242	20.351	12.022	22.192	33.301
Otros	-4.397	-4.587	-3.973	-4.299	-2.986	-6.363	-8.984	-9.349	-15.225	-17.255	-17.620
<b>5 - Deficit del BCU en moneda nacional</b>	349	661	494	673	355	731	1.010	1.087	1.920	2.177	2.254
<b>6 - Letras y Notas en UI</b>	-2.138	-925	-97	-2.837	-516	-1.461	-3.063	-1.977	-3.063	-5.997	-4.911
<b>7 - Instrumentos de Regulacion Monetaria</b>	-4.767	2.415	-2.559	-830	-3.483	-4.745	-2.353	-8.228	-5.630	-5.742	-11.617
<b>8 - Otros</b>	-483	53	-329	-26	79	-290	-431	-211	-1.284	-786	-566
<b>VARIACION TOTAL BM</b>	<b>-2.270</b>	<b>1.474</b>	<b>-1.825</b>	<b>3.648</b>	<b>1.917</b>	<b>-1.959</b>	<b>-796</b>	<b>-41</b>	<b>-1.649</b>	<b>1.028</b>	<b>1.782</b>

CUADRO 3: URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS					
	2003	2004	2005	2006	I.07
<b>1. Oferta y utilización final</b>					
<b>1.1 Producto Interno Bruto (PIB)</b>					
Millones U\$S (últimos doce meses)	11.191	13.216	16.614	19.308	19.957
Variación real (respecto a igual período año anterior, en %)	2,2	11,8	6,6	7,0	6,7
<b>1.2 Demanda interna (variación real igual período año anterior, en %)</b>					
Formación bruta de capital fijo	-11,4	30,2	24,5	32,0	6,8
Consumo total	1,1	9,5	2,8	8,6	9,4
<b>1.3 Sector externo (variación real igual período año anterior, en %)</b>					
Exportaciones de bienes y servicios	4,2	30,4	16,3	7,6	6,4
Importaciones de bienes y servicios	5,8	26,8	10,1	16,0	10,4
<b>2. Mercado de trabajo</b>					
Tasa de empleo (promedio período, en %) <sup>(1)</sup>	48,4	50,9	51,4	53,9	56,2
Tasa de actividad (promedio período, en %) <sup>(1)</sup>	58,1	58,6	58,5	60,9	62,7
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período) <sup>(1)</sup>	16,9	14,7	12,3	11,4	10,4
<b>3. Sector externo</b>					
<b>3.1. Transacc. de mercaderías (var.igual período año anterior, en %)</b>					
Exportaciones de bienes (en dólares FOB)	18,5	32,3	16,5	15,7	13,4
Importaciones de bienes (en dólares FOB)	11,6	42,6	24,6	23,3	2,1
<b>3.2. Balanza de pagos (últimos doce meses en % del PIB)</b>					
Cuenta corriente	-0,8	0,0	0,3	-2,2	-1,8
Exportaciones de bienes y servicios	27,3	32,2	30,6	29,4	29,4
Importaciones de bienes y servicios	24,4	28,6	28,2	29,8	29,6
Cuenta capital	3,8	0,5	4,5	1,8	3,6
Errores y omisiones	9,3	2,9	-1,0	0,3	-0,1
Variación Activos de Reserva del Banco Central <sup>(2)</sup>	-12,3	-3,4	-3,7	0,1	-1,6
<b>3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)</b>					
	2.087	2.512	2.835	2.876	3.458
<b>4. Finanzas Públicas</b>					
<b>4.1 Sector Público Consolidado <sup>(3)</sup> (Últimos doce meses, % PIB)</b>					
Resultado Global	-3,2	-2,0	-0,7	-0,8	-1,1
Resultado Primario	2,9	4,0	3,9	3,6	3,1
Intereses	6,2	5,9	4,6	4,4	4,2
<b>4.2 Sector Público no Financiero (Últimos doce meses, % PIB)</b>					
Ingresos totales	30,7	29,8	30,5	30,3	30,2
Egresos totales	33,6	30,8	31,1	31,0	31,3
Gasto primario <sup>(4)</sup>	27,6	25,6	26,5	26,5	26,9
<b>5. Deuda pública</b>					
<b>5.1 Deuda bruta (en % del PIB)</b>	108,7	100,8	83,9	71,0	72,4
<b>5.2 Deuda neta (en % del PIB)</b>	73,7	69,0	53,5	47,4	46,3
<b>5.3 Deuda externa bruta sector público (en % del PIB)</b>	85,4	77,2	61,3	48,2	48,9
<b>5.4 Deuda externa neta sector público (en % del PIB)</b>	60,8	54,8	37,9	29,6	27,4
<b>6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos doce meses, en %)</b>					
<b>6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)</b>	10,2	7,6	4,9	6,4	7,4
<b>6.2 Índice de Precios Productor Productos Nacionales (IPPN)</b>	20,5	5,1	-2,2	8,2	9,3
<b>6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)</b>	7,3	-9,2	-11,0	3,4	0,1
<b>7. Precios relativos</b>					
<b>7.1 Tipo de cambio real efectivo (Variación igual período año anterior, en %)</b>	29,3	1,0	-9,6	-1,1	0,1
<b>7.2 Salarios reales (Variación igual período año anterior, en %)</b>	-12,4	-0,1	4,6	4,4	5,1
<b>8. Indicadores monetarios</b>					
<b>8.1 Base monetaria <sup>(5)</sup></b>					
En millones de pesos (promedio últimos doce meses)	12.766	13.544	16.618	21.012	21.853
En % del PIB	4,0	3,6	4,1	4,5	4,6
Variación real (Últimos doce meses, en%)	8,3	-0,2	22,5	9,5	8,9
<b>8.2 Agregados monetarios</b>					
M1 <sup>(6)</sup> (variación real últimos doce meses)	21,6	5,1	27,2	12,9	15,8
M1' <sup>(6)</sup> (variación real últimos doce meses)	21,9	6,2	27,7	16,7	23,2
M2 <sup>(6)</sup> (variación real últimos doce meses)	17,4	5,5	21,2	14,8	17,9
Depósitos moneda nacional sector privado (variación real últimos doce meses)	19,7	4,3	21,8	18,1	16,6
Grado de liquidez de los depósitos en moneda nacional <sup>(7)</sup>	65,1	67,3	72,0	73,6	74,3
Depósitos m.extranjera s/privado residente (variación en dólares últ.doce meses)	4,6	4,4	2,7	7,5	3,1
<b>8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)</b>					
Moneda nacional (3 meses plazo)	5,7	4,5	2,6	1,9	1,8
Moneda extranjera (3 meses plazo)	1,0	0,8	1,1	1,0	1,1

(1) País Urbano, localidades 5.000 habitantes y más. A partir de 2006 rige la Encuesta Nacional de Hogares ampliada, que utiliza un nuevo marco muestral.

(2) El signo (-) significa aumento y el signo (+) disminución

(3) Sobre la línea

(4) Sin considerar el pago de intereses.

(5) La BM corresponde a la definición utilizada en la programación monetaria: BM = Emisión + Dep.vista y call de BP,BROU, BHU y agentes no bancarios en BCU - Encaje de 100% de BROU sobre cuentas en moneda nacional del GC-BPS.

(6) Corresponde a las definiciones del Informe de Principales Agregados Monetarios. El agregado M1 es el utilizado en la programación monetaria.

(7) El grado de liquidez de los depósitos en moneda nacional se midió como: (depósitos vista + Cajas de Ahorro)/Depósitos totales en moneda nacional

(8) Se consideraron los depósitos en moneda extranjera de residentes de acuerdo a la metodología de los Balances Monetarios Consolidados.

## Acrónimos utilizados

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

## INFORME DE POLITICA MONETARIA

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