



*BANCO CENTRAL DEL URUGUAY*

BOLETIN DE POLITICA MONETARIA

---

**PRIMER TRIMESTRE DE 2004**

# CONTENIDO DEL INFORME

<b>EL CIERRE DEL 2003.....</b>	<b>1</b>
LOS MOTORES DEL CRECIMIENTO .....	2
LA REACTIVACIÓN ALCANZÓ A TODOS LOS SECTORES.....	3
INDICADORES DE EMPLEO.....	5
EL SECTOR EXTERNO: LA BALANZA DE PAGOS .....	6
SECTOR EXTERNO: LA CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA .....	7
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA .....	7
LAS CUENTAS PÚBLICAS.....	8
<b>EL CONTEXTO MACROECONÓMICO DE 2004 .....</b>	<b>9</b>
<b>LA INFLACIÓN .....</b>	<b>12</b>
LA DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN.....	12
LA INFLACIÓN SUBYACENTE .....	14
<b>LA POLÍTICA MONETARIA .....</b>	<b>17</b>
<b>LA BASE MONETARIA .....</b>	<b>17</b>
GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LA META Y MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	17
LOS COMPONENTES DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA .....	19
<b>EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO .....</b>	<b>20</b>
EL MULTIPLICADOR MONETARIO Y LA OFERTA SECUNDARIA DE DINERO ..	21
LA DEMANDA REAL DE DINERO .....	23
<b>LAS PROYECCIONES MONETARIAS .....</b>	<b>24</b>

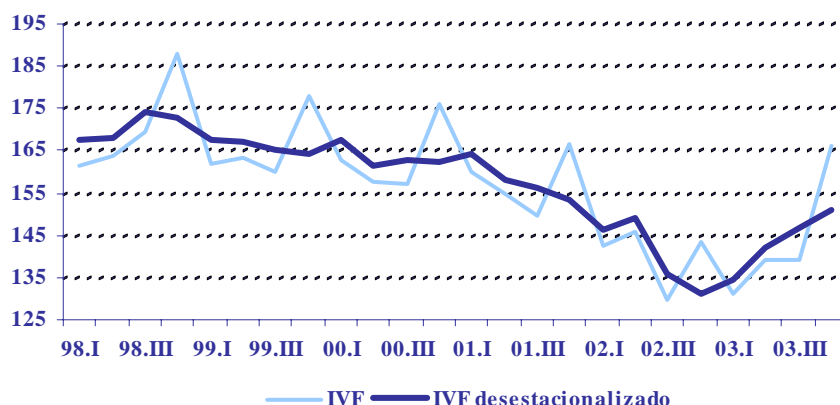
## El cierre del 2003

En el año 2003 la economía uruguaya inició un vigoroso proceso de recuperación

Luego de la profunda caída del nivel de actividad del 2002, la economía uruguaya inició un vigoroso proceso de recuperación durante el año pasado. El Producto Interno Bruto (PIB) creció 2,5% en el promedio del año y 15,8% en la comparación entre extremos (octubre-diciembre de 2003 contra el mismo período de 2002). El nivel de actividad global de la economía del último trimestre del 2003 resultó similar al de octubre-diciembre de 2001, por lo que –tras cuatro trimestres consecutivos de crecimiento desestacionalizado– Uruguay recuperó casi la totalidad de lo perdido durante la crisis del 2002. A fines del 2003, sin embargo, el nivel del PIB se ubicaba aún un 13% por debajo del nivel máximo alcanzado en el tercer trimestre de 1998, antes del inicio de la recesión.

### PRODUCTO BRUTO INTERNO

Índice de volumen físico Base 1983 = 100



El pasado año comenzó con señales de reactivación. A partir del segundo trimestre, el ritmo de crecimiento se aceleró notoriamente

Las primeras señales de reactivación se observaron a comienzos del 2003. A partir del segundo trimestre, el ritmo de crecimiento se aceleró notoriamente, impulsado por la mejora de la confianza de los agentes económicos y la consolidación de un contexto internacional y regional muy favorable para el país.

A nivel doméstico, el factor fundamental que determinó un cambio en las expectativas de los agentes económicos, contribuyendo a la expansión del gasto privado, fue el éxito de la operación de canje de títulos de deuda pública concretada hacia mediados de mayo. Dicha transacción resolvió los problemas de liquidez que enfrentaba el Estado uruguayo y disipó las dudas respecto a la sostenibilidad de la deuda pública en el corto plazo. La menor volatilidad del tipo de cambio, la caída de las tasas de interés y la paulatina normalización del sistema financiero también contribuyeron a generar un ambiente propicio para

la concreción de las decisiones de producción y de gasto que habían sido postergadas debido a la crisis financiera.

Por otra parte, el escenario internacional resultó claramente más favorable que el año anterior. La recuperación de la economía argentina, la estabilización de las variables macroeconómicas en Brasil, la menor percepción de riesgo de los mercados emergentes, la depreciación del dólar tanto frente al euro como frente a las monedas de la región, el bajo nivel de las tasas de interés internacionales y el incremento de los precios de los *commodities* conformaron un ambiente externo muy propicio para el inicio de la reactivación.

### *Los motores del crecimiento*

El crecimiento durante el 2003 fue impulsado tanto por la demanda externa como por la demanda interna. El aporte de las exportaciones resultó fundamental desde el segundo trimestre del año. En efecto, a partir de ese momento se comenzaron a observar incrementos en los volúmenes físicos exportados, fundamentalmente de productos primarios y de bienes agroindustriales. El aumento real de 12% en las cantidades exportadas en el segundo semestre del año fue resultado no sólo de las mayores ventas de bienes al exterior, sino también del incremento de las exportaciones de servicios vinculados al turismo.

La depreciación del tipo de cambio real, la mejora de los precios internacionales de los principales productos de exportación, la reapertura de los mercados de carne y el mayor nivel de demanda mundial y regional contribuyeron a explicar el repunte de las ventas externas.

El consumo privado también exhibió un importante dinamismo en la última mitad del año, expandiéndose 14,2% en la comparación interanual. Es de recordar que en las cuentas nacionales esta variable se estima en forma residual, por lo que se debe ser cuidadoso al analizar su evolución, dado que la misma puede estar influida por otros factores no necesariamente vinculados al consumo de las familias, como por ejemplo, las variaciones de existencias no relevadas o los errores en las estimaciones de las restantes variables.

La recuperación del consumo privado reflejó un comportamiento más expansivo de las familias uruguayas en comparación con el año anterior, en un marco caracterizado por un menor nivel de incertidumbre, un efecto riqueza positivo derivado del aumento del precio de los activos reales y financieros y una mejora de las expectativas respecto a los ingresos futuros de los hogares. El aumento de la masa salarial por el mayor nivel de empleo, el incipiente resurgimiento del crédito al consumo y el descenso de las tasas de interés también contribuyeron a la recuperación de este componente del gasto.

El crecimiento durante el 2003 fue impulsado tanto por la demanda externa como por la demanda interna

El consumo privado también exhibió un importante dinamismo en la última mitad del año

Con relación a la inversión, la formación bruta en capital fijo del sector privado se mantuvo en niveles muy deprimidos durante buena parte el año. Sin embargo, en octubre-diciembre experimentó un significativo repunte, creciendo 27% contra igual trimestre del 2002. Esta suba no alcanzó para evitar que, en el promedio del año y como porcentaje del PIB, la formación bruta de capital fijo privada fuera menor al año anterior.

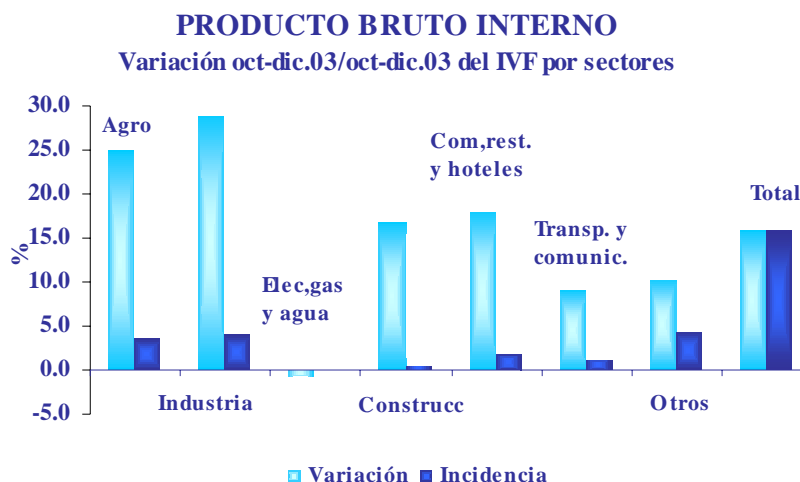
Otro aspecto a destacar es la contribución positiva al producto de la variación de existencias, que respondió en gran medida al comportamiento de los productos en proceso de origen agropecuario.

Por último, el gasto del sector público continuó contrayéndose respecto al año anterior, reflejando las restricciones financieras que enfrentó el Estado uruguayo y los esfuerzos del gobierno por alcanzar las metas fiscales comprometidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

#### *La reactivación alcanzó a todos los sectores*

Analizando la evolución del PIB según clase de actividad económica se advierte que, hacia el final del 2003, el proceso de reactivación se encontraba ampliamente generalizado. Todos los sectores exhibieron crecimiento en términos desestacionalizado en el último trimestre del año. Además de la significativa expansión de la producción en las actividades normalmente clasificadas como transables (sector agropecuario e industria manufacturera), el crecimiento se extendió al área de los servicios y, en menor medida, a la construcción.

Hacia el final del 2003 el proceso de reactivación se encontraba ampliamente generalizado



La actividad agropecuaria se vio ampliamente favorecida por la depreciación del peso uruguayo y por el aumento de los precios de los *comodities*

La actividad agropecuaria se vio ampliamente favorecida por la depreciación del peso uruguayo y por el aumento de los precios de los *comodities* en los mercados internacionales. En el sector agrícola, se espera una cosecha 2003/04 récord en la producción de granos de Uruguay, debido a la fuerte expansión de las áreas sembradas de oleaginosos y de cereales. En la actividad pecuaria, es notorio el dinamismo en la producción vacuna, asociado a la reapertura de los mercados de carne y al alza de los precios recibidos por los productores. Otros rubros, como la lechería o la producción granjera también exhibieron una importante recuperación.

En este marco tan favorable, el sector agropecuario globalmente considerado mejoró su situación patrimonial y canceló deudas con el sistema financiero. Asimismo, la elevada rentabilidad de los proyectos incentivó la canalización de recursos hacia el sector a través de instrumentos financieros no tradicionales, entre los que se destacan, las sociedades de capitalización ganadera o los mecanismos institucionalizados recientemente por ley, como el Fondo de Financiamiento para la Actividad Lechera o el Fondo de Financiamiento y Reconstrucción de la Actividad Arrocería. La disponibilidad de fondos frescos permitió no sólo recomponer el capital de trabajo de los productores agropecuarios, sino también, realizar mayores gastos en insumos, e incluso, efectuar inversiones en maquinarias.

La industria manufacturera exhibió un considerable dinamismo durante el año pasado

La industria manufacturera exhibió un considerable dinamismo durante el año pasado, impulsada por las ganancias de competitividad de los productos uruguayos con el exterior y por el repunte de la demanda doméstica. La reapertura de la refinería de petróleo también contribuyó a impulsar el crecimiento a partir del segundo trimestre del año, dado su importante peso en la estructura industrial (la planta de ANCAP había permanecido cerrada entre setiembre de 2002 y marzo de 2003 debido a tareas de mantenimiento).

Las ramas industriales con mayor orientación exportadora (es decir, aquellas que destinan una porción significativa de su producción a los mercados externos) y los sectores manufactureros que enfrentan la competencia de los productos importados en el mercado interno (textiles, vestimenta, productos químicos) fueron los grandes ganadores del 2003, verificando las mayores tasas de crecimiento en el promedio del año. Las ramas más concentradas en el mercado doméstico y con escaso o nulo potencial para desplazar bienes importados (panaderías y fideerías, refrescos, imprentas y editoriales, cemento) presentaron un rezago significativo respecto al ciclo económico.

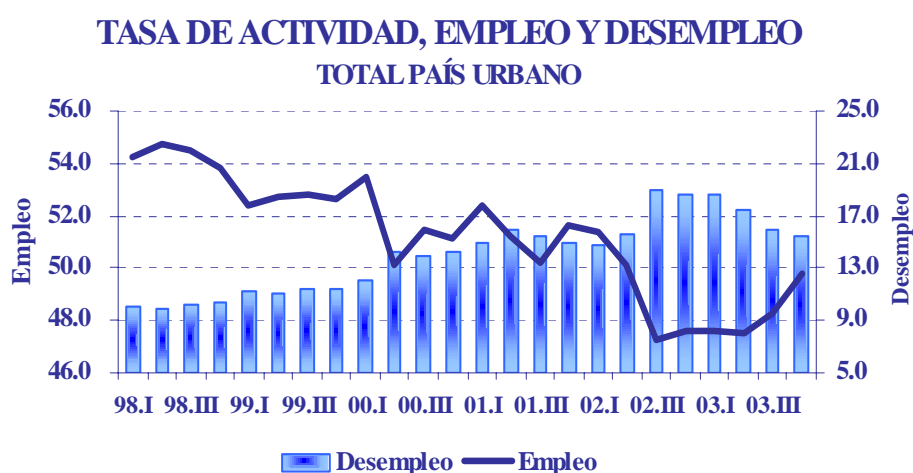
Los servicios también se comenzaron a recuperar, especialmente en la segunda mitad del año, favorecidos por la expansión del gasto interno y el dinamismo de la actividad económica. Particularmente, se observó una recuperación en el transporte y las comunicaciones, el sector comercio, restaurantes y hoteles y en algunas de las actividades que componen el agregado "otros" (servicios de esparcimiento y servicios prestados a empresas). Los servicios financieros, por su parte, alcanzaron un piso en el

segundo semestre del año, tras finalizar de procesar los efectos de la crisis del 2002.

### *Indicadores de empleo*

La reactivación se reflejó desde un primer momento en el nivel de ocupación de la economía. El crecimiento generó una expansión del número de personas empleadas de 5,6% entre la medición de octubre-diciembre 2003 y el mismo período de 2002. A partir de la extrapolación de la muestra del INE al total urbano, se puede concluir que en el año se generaron unos 65 mil puestos de trabajo.

Se produjo una mejora de los indicadores de empleo



El incremento del empleo fue bastante generalizado, destacándose la creación de puestos de trabajo en la industria manufacturera, el sector comercio, restaurantes y hoteles y en las actividades vinculadas al agro.

La reducción significativa en la tasa de desempleo –en términos interanuales la misma cayó a 15.4% en octubre-diciembre de 2003, desde 18.6% un año atrás– se explicó por el incremento de las personas ocupadas, dado que la tasa de actividad evidenció un repunte en el mismo período.

El aumento de la población económicamente activa (PEA) era un resultado previsible en el marco de una economía que crecía aceleradamente: la mejora de las perspectivas económicas incentivó a un mayor número de personas a buscar trabajo.

*El sector externo: la balanza de pagos*

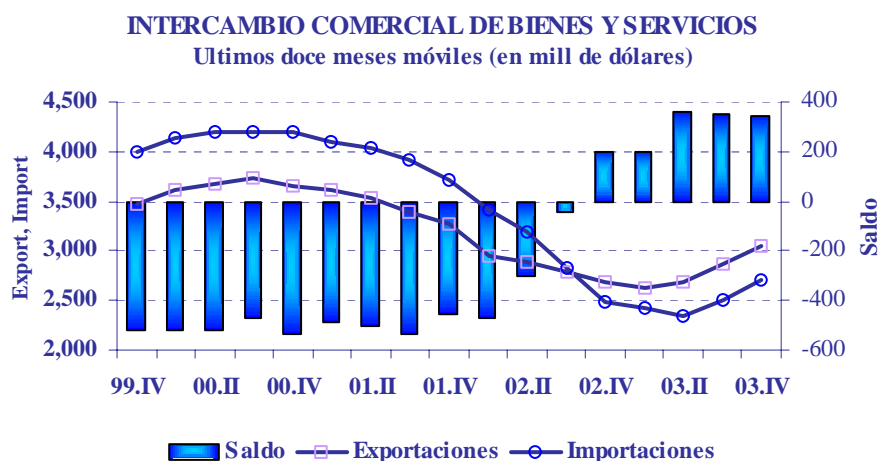
La balanza de pagos presentó a todas luces un comportamiento favorable en el 2003, revirtiendo las tendencias fuertemente adversas del año anterior.

La evolución del sector externo se caracterizó por el dinamismo exhibido por los flujos comerciales –especialmente en el segundo semestre del año–, la reducción del superávit de la cuenta corriente, los ingresos de capitales a través del sector privado no financiero y la fuerte acumulación de activos de reserva por parte del Banco Central.

La disminución del superávit en la cuenta corriente (desde 2.6% del PIB en 2002 a 0.7% del PIB en 2003) respondió al comportamiento más expansivo del sector privado. A diferencia de años anteriores, el sector público actuó en forma contractiva (el déficit fiscal se redujo en más de 1% del PIB en 2003).

Desde el punto de vista de los componentes de la cuenta corriente, la disminución del saldo positivo se explicó por el fuerte incremento de los pagos netos de intereses y utilidades al exterior, que más que compensó el aumento del saldo favorable de la balanza comercial.

Se observaron señales auspiciosas en el sector externo



Las exportaciones de bienes aumentaron 18% medidas en dólares corrientes en 2003. El incremento estuvo influido por la mejora de los precios de exportación de los productos agrícolas, la carne y otros productos de origen agropecuario. Con respecto a los destinos de exportación, se destacaron los crecimientos de las ventas a los países del NAFTA (90%) y, en menor medida, a los países miembros de la Unión Europea (23%). La mayor diversificación de los destinos contribuye a disminuir la vulnerabilidad de la economía uruguaya frente a eventuales shocks originados en la región.



Las importaciones de mercancías, por su parte, presentaron una tendencia ascendente durante el año, cerrando el 2003 con un incremento de 12%. Las compras de bienes intermedios mostraron una fuerte correlación con el comportamiento de la industria. Las importaciones de bienes de capital exhibieron una recuperación en los últimos meses del año, aunque partiendo de niveles muy deprimidos. El crecimiento en las importaciones de bienes de consumo –a pesar del elevado nivel del tipo de cambio real– reflejó la dinámica ascendente del gasto privado.

### *Sector externo: la cuenta capital y financiera*

La cuenta capital y financiera registró un leve superávit en 2003 producto de entradas de divisas canalizados a través del sector público no financiero (por los desembolsos netos de los organismos financieros internacionales) compensadas por salidas netas a través del sector financiero (por la acumulación de activos netos en el exterior).

La principal fuente de entradas de capitales al país, sin embargo, fueron los ingresos de divisas por movimientos no relevados que aparecen contabilizados en el rubro “errores y omisiones” de la balanza de pagos (US\$ 1.232 millones). Esta partida reflejó principalmente el paulatino retorno de los capitales privados que habían salido del sistema relevado en el 2002, como consecuencia de la crisis financiera.

El fenómeno de las entradas de capitales del sector privado no financiero residente es consistente con un escenario de recuperación económica, la mejora de la confianza de los agentes residentes y la paulatina normalización del sistema financiero.

Como consecuencia de la dinámica descrita de los flujos de capitales, los activos de reserva del Banco Central registraron en el año un incremento de US\$ 1.380 millones, revirtiendo en parte la caída de US\$ 2.328 millones del año anterior.

### *Intermediación financiera*

Los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario uruguayo exhibieron una tendencia ascendente durante todo el año. Se observó un crecimiento de las colocaciones del sector privado tanto en los bancos privados como en los bancos de propiedad estatal. El regreso de los depósitos al sistema se caracterizó por una fuerte preferencia por las colocaciones a la vista.

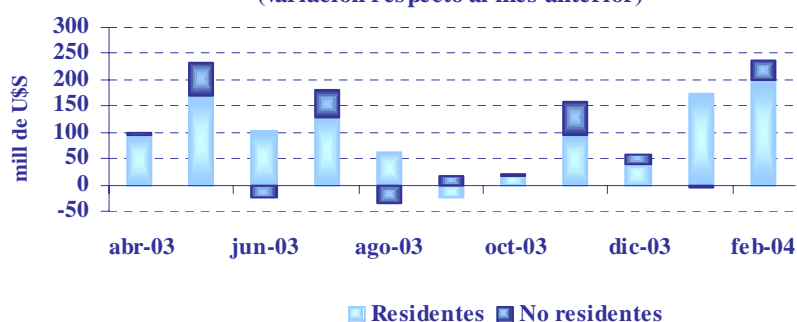
El ingreso de capitales durante el pasado año es una señal de confianza en la economía uruguayana

Durante el pasado año se observó una favorable evolución de la intermediación

El aumento sostenido de los depósitos ocurrió en un contexto de fuertes caídas de las tasas de interés pagadas por los bancos. El descenso de las tasas pasivas en dólares durante 2003 –unos 250 puntos básicos para todos los plazos– no obedeció a la evolución de las tasas internacionales de referencia, ya que las mismas se mantuvieron relativamente estables, sino a una menor percepción de riesgo del sistema financiero y a la marcada preferencia por la liquidez de los bancos, en un entorno macroeconómico de mayor estabilidad.

### DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA

(variación respecto al mes anterior)



Del lado de los activos del sistema bancario, en 2003 finalizó el proceso de contracción del crédito al sector no financiero, observándose incluso un incipiente aumento del stock del crédito vigente bruto de los bancos privados hacia el final del año (de acuerdo a estimaciones de la SIIF, la concesión de nuevos créditos de los bancos privados –excluyendo el NBC– durante el último cuatrimestre de 2003 habría alcanzado como mínimo a U\$S 34 millones).

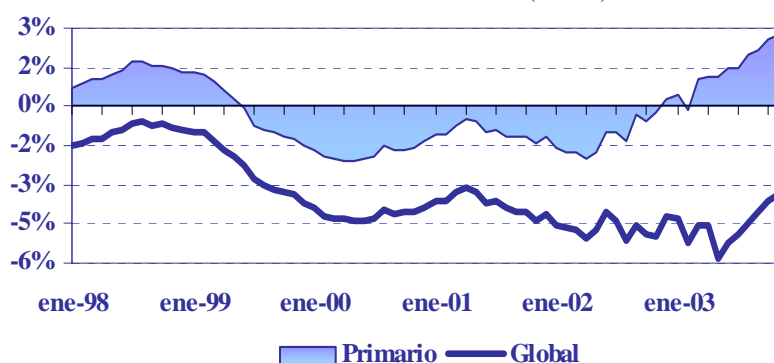
### Las cuentas públicas

El año pasado fue muy positivo desde el punto de vista de las finanzas públicas. El sector público consolidado cerró el 2003 exhibiendo un superávit primario de 3,2% del PIB, lo que representa una mejora cercana a 3% del PIB respecto al cierre del año anterior.

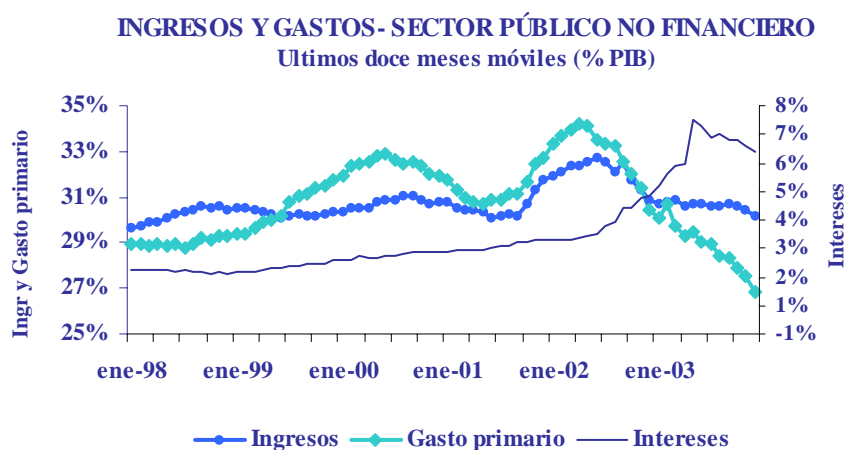
Las cuentas públicas se fortalecieron en el año 2003

### RESULTADO FISCAL GLOBAL Y PRIMARIO

Últimos doce meses móviles (% PIB)



El esfuerzo en el primario no se vio totalmente reflejado en el resultado global del sector público –que disminuyó desde 4,2% en 2002 a 3,0% en 2003– debido al aumento de la carga de intereses de deuda, que pasó a representar 6,1% del PIB (contra 4,5% en el año anterior).



Durante el 2003, y especialmente en la segunda mitad del año, se observaron fuertes incrementos en la recaudación tributaria, acompañando la reactivación de la economía. El buen desempeño de los ingresos de la Dirección General Impositiva (DGI) se explicó fundamentalmente por la mayor recaudación del IVA. Este tributo, que representa casi un 55% del total de ingresos de la DGI, exhibió tasas de crecimiento en los últimos meses del año que superaron largamente las expectativas. Asimismo, la recaudación de comercio exterior (principalmente aranceles) también aportó mayores recursos a las arcas del Estado, debido al efecto conjunto de la depreciación de la moneda uruguaya y el aumento de los volúmenes importados.

**El gasto público se mantuvo dentro de los límites acordados con el FMI**

El gasto público se mantuvo dentro de los límites acordados con el FMI. Durante el año se continuó aplicando una política de austeridad fiscal basada en el estricto control del gasto discrecional. Como resultado de la misma, los egresos primarios del sector público no financiero disminuyeron en 5 puntos porcentuales del PIB. El ajuste de los salarios de los funcionarios públicos y las pasividades por debajo de la inflación, el mayor control y la mejora de la eficiencia en las compras del Estado y la reducción al mínimo indispensable de los proyectos de inversión pública fueron los mecanismos utilizados para reducir el gasto primario del Estado uruguayo.

## El contexto macroeconómico de 2004

El proceso de reactivación continuó en los primeros meses del 2004 de acuerdo a los indicadores sectoriales que se encuentran disponibles. La recaudación tributaria ha continuado creciendo a buen ritmo. Los flujos de comercio exterior de bienes –tanto exportaciones como importaciones– presentaron un marcado dinamismo en el primer trimestre. Las cifras preliminares de la temporada turística, por otra parte, mostraron un fuerte aumento del número de visitantes, así como también, del gasto medio de los mismos. Los indicadores del mercado laboral, por su parte, continuaron exhibiendo comportamientos satisfactorios, con aumentos del empleo y nuevas caídas de la tasa de desocupación. La evolución de los agregados monetarios más estrechos (emisión, circulante en poder del público, M1) también refleja el mayor nivel de transacciones en la economía.

**El proceso de reactivación continuó en los primeros meses del 2004**

Las fuerzas detrás de la recuperación económica del año pasado parecen extenderse prácticamente inalteradas hacia el 2004: la economía uruguaya sigue beneficiándose de un escenario internacional muy favorable y de un contexto doméstico pautado por la estabilidad de las variables financieras, el aumento de la confianza de los agentes económicos, un nivel de competitividad relativamente elevado; subutilización de factores productivos (capacidad instalada ociosa y abundante disponibilidad de mano de obra) que se traduce en escasas presiones inflacionarias y una paulatina normalización del sistema financiero.

En este contexto, se prevé una importante suba del nivel de actividad durante el 2004. El fuerte arrastre positivo que dejó el año pasado, junto a un crecimiento moderado en los próximos trimestres, alcanzarían para asegurar una variación del PIB superior a 7% en el promedio del año.

Entre los factores externos que se espera influyan favorablemente sobre la economía uruguaya en este año, se destacan el fortalecimiento de la economía mundial, la debilidad de la moneda norteamericana, el mantenimiento de muy bajas tasas de interés a nivel internacional y el aumento de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. Asimismo, es de esperar que los precios de nuestros principales productos de exportación continúen al alza durante el presente año. El repunte del nivel de actividad en Brasil y el mantenimiento de una tendencia positiva de crecimiento en Argentina, también contribuirán al buen desempeño de la economía uruguaya.

En cuanto a los determinantes domésticos que pueden influir sobre la velocidad de recuperación económica, el proceso electoral del presente año se presenta como el principal factor de incertidumbre. La mayor volatilidad de las variables financieras en los meses previos al cambio de gobierno

podría inducir un comportamiento más cauteloso de los consumidores y postergar las decisiones de inversión de las empresas, por lo que el ritmo de crecimiento del PIB podría verse enlentecido. Por otra parte, las dificultades provocadas por la sequía y la crisis energética también pueden acarrear menores tasas de crecimiento en los próximos trimestres.

Del lado de la demanda, las exportaciones y el gasto privado continuarán siendo los motores del crecimiento. Respecto a este último, el consumo privado seguiría en ascenso, impulsado por una menor tasa de ahorro de las familias y por el aumento de los ingresos de los hogares (fundamentalmente debido al mayor nivel de empleo y, en menor medida, por la suba de los salarios reales).

La inversión continuará registrando tasas de crecimiento positivas en comparación con el año anterior, si bien se mantendrá en niveles bajos en términos absolutos. La repatriación de capitales y el paulatino resurgimiento del crédito bancario podrían contribuir a financiar algunos proyectos concretos de inversión, especialmente aquellos vinculados al complejo exportador. En este sentido, la importante liquidez que mantiene el sistema financiero tanto en moneda nacional como extranjera, conjuntamente con el nivel relativamente bajo de las tasas de interés activas, permiten ser optimistas.

En cuanto al gasto público, el mismo permanecerá restringido a los efectos de asegurar el resultado fiscal acordado con el FMI. El gobierno ha anunciado sin embargo que, en la medida que la mayor recaudación lo permita, durante el presente año se irán descomprimiendo algunas partidas de inversiones y de gastos sociales.

Se prevé que todos los sectores de actividad contribuyan al crecimiento en el presente año. En comparación con el año anterior, se espera un mayor protagonismo de los servicios –por la recuperación del gasto interno y la influencia de la demanda regional– y un dinamismo algo menor de los sectores productores de bienes.

La evolución de los precios internacionales de los *commodities* permite avizorar un futuro promisorio para el sector agropecuario. Los precios de los granos se mantienen firmes debido a la fuerte demanda mundial de alimentos, en un contexto de pérdidas de cosechas en algunos países productores y consiguiente reducción de existencias. También son buenas las perspectivas en materia de precios para los productos pecuarios, particularmente la carne, la lana y los lácteos. Sin embargo, este escenario favorable para el agro puede verse frustrado por el impacto de la sequía que afecta a nuestro país desde principios de año. Las consecuencias de este fenómeno climático se reflejarán seguramente en un menor rendimiento de los cultivos de verano. La escasez del recurso hídrico también afectará a la producción vacuna, la lechería y otros rubros agropecuarios.

Del lado de la demanda, las exportaciones y el gasto privado continuarán siendo los motores del crecimiento

Se prevé que todos los sectores de actividad contribuyan al crecimiento en el presente año

La actividad industrial durante el 2004 estará impulsada por un mercado interno en expansión, así como también, por una demanda externa fortalecida debido al mayor nivel de actividad mundial y la recuperación de la economía brasileña. En este contexto, las agroindustrias tradicionales que integran las divisiones “Alimentos y bebidas” y “Textiles, vestimentas y cueros” serán las más beneficiadas. Los sectores más ligados a la sustitución de importaciones, en cambio, podrían exhibir un menor vigor que en 2003, dado que los márgenes para desplazar bienes importados se han reducido.

La industria de la construcción continuaría con un cierto rezago respecto al ciclo económico. No se espera un dinamismo importante en la construcción privada en los próximos meses, debido al bajo valor que aún exhiben las viviendas respecto a los costos de construir, la incertidumbre electoral y la falta de crédito hipotecario. La inversión pública significará un elemento dinamizador para el desempeño del sector, pero su impacto estará muy acotado debido a las restricciones financieras que aún enfrenta el Estado uruguayo.

El sector externo continuará mejorando durante 2004, de la mano de un escenario internacional muy favorable para nuestras exportaciones. Las ventas al exterior crecerán a buen ritmo, impulsadas por los mayores precios internacionales de los bienes primarios y sus manufacturas, la mayor demanda regional de servicios turísticos, la recuperación de Brasil y las buenas perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

Se prevé, sin embargo, un achicamiento del superávit en la cuenta corriente para el presente año, reflejo de un comportamiento más expansivo del gasto doméstico. La recuperación de la demanda interna seguramente se reflejará en un fuerte repunte de las importaciones, tal como se observó en los últimos meses de 2003.

En función de las buenas perspectivas de crecimiento de la economía uruguaya para el corriente año, se prevé un contexto favorable tanto para el aumento del empleo (la elasticidad empleo-producto podría ser incluso más alta que en 2003 debido al mayor dinamismo de los sectores intensivos en trabajo, como los servicios y el comercio), como para la reducción de la tasa de desocupación, aunque la velocidad de caída de dicha tasa dependerá del ritmo de incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral.

En los primeros meses de 2004 se comenzó a observar una incipiente recuperación de los salarios reales, tanto en el sector público como en el privado. Se espera que dicha tendencia continúe a un ritmo moderado durante el presente año. El nivel de desempleo es todavía muy elevado, por lo que no se puede hablar de presiones salariales para los próximos meses. Por otro lado, los aumentos en la productividad media del trabajo posibilitarán que la recomposición salarial se procese sin generar mayores presiones sobre los precios, aún en un contexto de crecimiento

**El sector externo continuará mejorando durante 2004, de la mano de un escenario internacional muy favorable para nuestras exportaciones**

**Se prevé un contexto favorable para el aumento del empleo**

Si bien en términos agregados todavía existe una importante subutilización de capacidad instalada, el rápido crecimiento observado en los últimos trimestres podría agotar la capacidad ociosa de la economía antes de lo esperado. Por el lado del factor capital podrían aparecer problemas de oferta para abastecer una demanda creciente. Por lo anterior, a mediano plazo será crucial la dinamización de la inversión que permita viabilizar el crecimiento sin generar presiones inflacionarias.

## La inflación

En el primer trimestre de 2004 se registró un incremento de la inflación –medida por la variación del IPC– respecto al trimestre anterior. Sin embargo, la mayor parte de este aumento se explica por cambios de precios relativos asociados a comportamientos característicos de ciertos mercados. Tuvieron mucho peso en el crecimiento del IPC del período factores que no afectan en forma permanente a la inflación. El estudio de la tendencia inflacionaria revela un descenso de la inflación subyacente que se hizo más evidente hacia fines del trimestre. Sin embargo, esta caída aún no luce firme, especialmente si se tienen en cuenta las presiones inflacionarias asociadas a la recuperación económica y la incertidumbre electoral que se prevé pueda influir sobre el comportamiento de algunas de las variables determinantes de la inflación en el corto plazo.

### *La descomposición de la tasa de inflación*

La inflación del primer trimestre de 2004 fue 2.8%. Esta tasa de crecimiento se estima que fue el resultado de una suba de 1.6% en los precios de los bienes transables internacionalmente, una caída de 0.6% en los precios de los bienes y servicios que se comercializan con la región (transables regionales) y un aumento de 4,4% en los productos clasificados como no transables

Las subas de los precios administrados tuvieron un papel importante en el incremento registrado por el IPC en el primer trimestre de 2004. En ese sentido, se destacan los aumentos que tuvieron las tarifas de las empresas públicas (8.2% en promedio<sup>1</sup>) y los servicios médicos mutuales (5.0% en promedio<sup>2</sup>). Estos incrementos contribuyeron con 1.1 puntos porcentuales a la inflación del primer trimestre.

<sup>1</sup> Las ponderaciones utilizadas son las del IPC y por lo tanto se refieren a la estructura del gasto en consumo de los hogares montevideanos según encuesta de junio 1994-mayo 1995 ajustada por variación de precios relativos

<sup>2</sup> Idem. Nota 1

En el crecimiento del IPC del primer trimestre incidieron factores que no afectan en forma permanente la inflación

En el período se observa una reducción de la inflación subyacente, que aún no luce firme

Las subas de precios administrados tuvieron un papel importante en el crecimiento del IPC

El abaratamiento que, en términos relativos, exhibieron los bienes y servicios comercializables en la región reflejó fundamentalmente la evolución de los precios de las frutas y las verduras. Los factores estacionales y la presión de demanda derivada del incremento del turismo receptivo provocaron que los bienes y servicios transables regionalmente se encarecieran en términos relativos en enero y contribuyeran positivamente a la inflación. En el bimestre siguiente, sin embargo, este proceso se revirtió, destacándose la caída de 16,4% que experimentó el rubro frutas y verduras.

Otro aspecto a destacar es el menor ritmo de crecimiento del precio de la carne. En 2003, como consecuencia de la reapertura de los mercados externos, la carne había sido el rubro de mayor incidencia en el encarecimiento de los bienes transables. La suba de la carne perdió protagonismo como factor explicativo de la inflación en los primeros meses de 2004 respecto a los aumentos de otros componentes transables del IPC como los lácteos, los medicamentos, los electrodomésticos, los aceites y el mobiliario del hogar.

<b>LA DESCOMPOSICION DE LA TASA DE INFLACION</b>						
	<b>2003</b>	<b>Ene04</b>	<b>Feb04</b>	<b>Mar04</b>	<b>I.04</b>	<b>Mar03-Mar04</b>
<b>VARIACIÓN DEL IPC</b>	<b>10.2</b>	<b>2.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>8.4</b>
Transables internacionales	11.9	0.8	-0.1	1.0	1.6	8.9
Transables regionales	9.3	3.0	-2.6	-0.8	-0.6	6.8
No transables	9.6	2.7	0.8	0.8	4.4	8.5
<b>Variación precios relativos</b>						
Transables regionales	-2.6	2.2	-2.5	-1.8	-2.2	-2.1
No transables	-2.3	1.9	1.0	-0.2	2.7	-0.4
<b>Aporte precios relativos</b>						
Transables regionales	-0.4	0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
No transables	-1.3	1.1	0.5	-0.1	1.5	-0.2
<b>INFLACION DE NO TRANSABLES</b>						
<b>Variación no transables</b>	<b>9.6</b>	<b>2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>4.4</b>	<b>8.5</b>
Tarifas	21.6	5.8	0.3	2.0	8.2	11.7
Salud	6.4	4.2	1.2	0.0	5.5	11.6
Política departamental	18.3	1.3	0.1	0.1	1.5	9.0
Enseñanza	4.5	1.2	2.5	1.8	5.6	8.6
Otros	5.1	1.4	0.9	0.5	2.8	6.0
<b>Variación precios relativos</b>	<b>-2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.4</b>
Tarifas	9.7	5.0	0.4	1.0	6.6	2.8
Salud	-5.5	3.4	1.4	-1.0	3.8	2.7
Política departamental	6.5	0.5	0.2	-0.9	-0.2	0.1
Enseñanza	-7.4	0.4	2.6	0.8	4.0	-0.3
Otros	-6.8	0.6	1.0	-0.4	1.2	-2.9
<b>Aporte precios relativos</b>	<b>-1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.2</b>
Tarifas	1.0	0.6	0.0	0.1	0.7	0.3
Salud	-0.5	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.3
Política departamental	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0
Enseñanza	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0
Otros	-1.8	0.2	0.3	-0.1	0.3	-0.8



*La inflación subyacente*

Para poder extraer conclusiones sobre la tendencia de la inflación subyacente —o componente común de las variaciones de los precios minoristas— el BCU analiza no sólo la evolución del IPC, sino también, otros indicadores resumidos de precios minoristas, prestando particular atención a la evolución del componente tendencia-ciclo de cada serie<sup>3</sup>. Concretamente, se consideran los siguientes indicadores:

- El primer componente principal de las variaciones mensuales de 38 índices que componen el IPC<sup>4</sup>.
- La media trunca de las variaciones mensuales de los precios incluidos en el IPC. En este cálculo se excluyen las 25 variaciones de precios más altas y las 25 más bajas de un total de 310 series de precios.
- La mediana de las 310 variaciones mensuales de precios minoristas incluidos en el IPC

Se puede observar en el cuadro adjunto que, con la excepción de la mediana, el componente tendencia-ciclo de las restantes series desciende en marzo. En el caso del componente tendencia-ciclo de la variación mensual del IPC esta caída es más pronunciada, y continúa un proceso descendiente iniciado en diciembre.

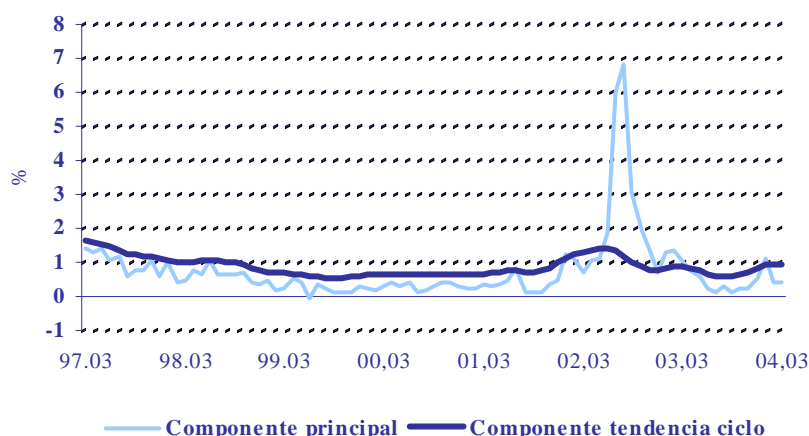
<b>IPC Y COMPONENTE PRINCIPAL DE VARIACIONES MENSUALES PRECIOS AL CONSUMO</b>				
	<b>Variación mensual del IPC</b>		<b>Componente principal</b>	
	<b>Valor</b>	<b>Componente tendencia-ciclo</b>	<b>Valor</b>	<b>Componente tendencia-ciclo</b>
<b>2003 Enero</b>	1.87	0.88	1.31	0.84
<b>Febrero</b>	1.36	0.88	1.34	0.90
<b>Marzo</b>	1.24	0.86	1.06	0.89
<b>Abril</b>	0.95	0.84	0.76	0.84
<b>Mayo</b>	0.37	0.82	0.59	0.75
<b>Junio</b>	0.16	0.82	0.25	0.66
<b>Julio</b>	0.50	0.83	0.13	0.61
<b>Agosto</b>	1.16	0.84	0.32	0.60
<b>Setiembre</b>	0.80	0.85	0.14	0.62
<b>Octubre</b>	0.52	0.86	0.23	0.66
<b>Noviembre</b>	0.16	0.86	0.21	0.73
<b>Diciembre</b>	0.65	0.85	0.50	0.84
<b>2004 Enero</b>	2.19	0.83	1.11	0.93
<b>Febrero</b>	0.02	0.79	0.43	0.95
<b>Marzo</b>	0.60	0.73	0.42	0.93

<sup>3</sup> Para solucionar el problema del rezago de la información contenida en las variaciones últimos doce meses se optó por el análisis de variaciones mensuales. Debido a la alta volatilidad característica de las tasas mensuales se recurre a la estimación del componente tendencia-ciclo de dichas series.

<sup>4</sup> El primer componente principal representa razonablemente bien la variabilidad de las series consideradas. En efecto, el 79.5% de las observaciones del período Enero 1990- Marzo 2004 y el 98.1% de las del lapso Julio 1995- Marzo 2004 puede ser adecuadamente representado por el modelo de un solo factor estimado. El nivel de significación empleado fue del 5%

**PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL**

Variaciones mensuales precios consumo



Por lo tanto, la última medición del IPC correspondiente al mes de marzo confirmaría una disminución de la tendencia inflacionaria, luego del rebrote inflacionario de fines de 2003 y comienzos de 2004. Sin embargo, esta caída de la inflación subyacente todavía no luce firme y aún se mantiene el riesgo de incumplimiento de las metas establecidas por el BCU<sup>5</sup>. En ese sentido, cabe señalar:

- 1) El componente tendencia-ciclo de una de las medidas usadas para medir la inflación subyacente –la mediana de las variaciones mensuales de precios– continuó creciendo en marzo. Por otra parte, las estimaciones de la media trunca y del primer componente principal muestran sólo un leve descenso de la inflación subyacente.
- 2) Las proyecciones de la tendencia inflacionaria para todo el 2004 que surgen a partir del ajuste de modelos de series de tiempo (ARIMA) superan la meta del BCU. De acuerdo a dichos modelos, el componente tendencia-ciclo de la variación mensual del IPC crecería 11.1% en 2004<sup>6</sup>, mientras que el correspondiente al primer componente principal del conjunto de variaciones mensuales de precios aumentaría 10.4%<sup>7</sup>.
- 3) El promedio simple de las expectativas de inflación que se recogen en la encuesta mensual realizada por el BCU a analistas económicos

---

<sup>5</sup> Inflación entre 7% y 9%

<sup>6</sup> A partir de un modelo ARIMA (011)(011) con corrección de outliers según módulo de estimación automática del software Demetra

<sup>7</sup> A partir de un modelo ARIMA(012)(000) con corrección de outliers según módulo de estimación automática del software Demetra.

privados excede en 1,7% el límite superior de la banda de inflación fijada por el BCU para el cierre de 2004.

- 4) El contexto macroeconómico previsto para 2004 supone riesgos inflacionarios considerables. El crecimiento del nivel de actividad de 2004 sería impulsado en parte por el gasto interno, lo que favorecería la recomposición de los márgenes de comercialización del comercio minorista. También se podría observar un incremento en el ritmo de aumento de los salarios, aunque, en este último caso, el elevado nivel de desempleo y las ganancias de productividad debilitarían las presiones inflacionarias.

Para 2004 se espera una caída del tipo de cambio real consistente con la evolución de los fundamentos de la economía uruguaya: se prevé un comportamiento más expansivo del gasto doméstico respecto al producto, una mejora de los términos del intercambio y un incremento de la productividad de la mano de obra. A lo anterior se agregaría un contexto de precios internacionales caracterizado por tasas positivas de inflación en dólares, debido al debilitamiento del dólar tanto frente al euro como frente a las monedas de la región. En este marco, Uruguay experimentaría una suba de sus precios domésticos (IPC) expresados en dólares. Si el tipo de cambio nominal exhibiera cierta rigidez a la baja derivada de la mayor incertidumbre electoral, entonces este ajuste de tipo de cambio real se procesaría a través de una mayor tasa de inflación.

<b>MEDIANA Y MEDIA TRUNCA DE VARIACIONES MENSUALES PRECIOS AL CONSUMO</b>					
		<b>Mediana (%)</b>		<b>Media trunca (%)</b>	
		<b>Valor</b>	<b>Componente tendencia-ciclo</b>	<b>Valor</b>	<b>Componente tendencia-ciclo</b>
<b>2003</b>	<b>Enero</b>	0.50	0.44	0.97	1.07
	<b>Febrero</b>	0.85	0.47	1.05	1.06
	<b>Marzo</b>	0.78	0.47	1.07	1.01
	<b>Abril</b>	0.50	0.45	0.83	0.88
	<b>Mayo</b>	0.49	0.41	0.64	0.71
	<b>Junio</b>	0.10	0.36	0.16	0.58
	<b>Julio</b>	0.10	0.34	0.29	0.57
	<b>Agosto</b>	0.27	0.33	0.72	0.64
	<b>Setiembre</b>	0.21	0.32	0.55	0.68
	<b>Octubre</b>	0.11	0.32	0.62	0.69
	<b>Noviembre</b>	0.13	0.33	0.42	0.69
	<b>Diciembre</b>	0.22	0.35	0.59	0.71
<b>2004</b>	<b>Enero</b>	0.38	0.37	0.77	0.72
	<b>Febrero</b>	0.23	0.37	0.45	0.70
	<b>Marzo</b>	0.28	0.38	0.55	0.69

**Media trunca:** Media de las variaciones de los 310 índices de precios incluidos en el IPC, sin considerar ni las 25 variaciones de precios más altas ni las 25 más bajas

**Mediana:** Mediana de las variaciones de los 310 índices de precios incluidos en el IPC

**El contexto macroeconómico previsto para 2004 supone riesgos inflacionarios considerables**

**Si el tipo de cambio nominal exhibiera cierta rigidez a la baja derivada de la mayor incertidumbre electoral, entonces este ajuste de tipo de cambio real se procesaría a través de una mayor inflación**

## La política monetaria

A partir del año 2004 el BCU comienza a asumir un compromiso más activo con sus objetivos de precios.

A partir de enero de 2004, el BCU inicia un proceso con el objetivo de asumir un compromiso más activo con sus objetivos de precios. En este marco los indicadores de comportamiento del mercado monetario y de expectativas de inflación adquieren un rol fundamental en la implementación de la política monetaria. Es con base en el análisis de estos indicadores que el BCU corrigió a la baja, en dos oportunidades, las metas que previamente había anunciado para el primer trimestre.

En efecto, a comienzos del presente año<sup>8</sup> el BCU corrigió a la baja las metas de base monetaria (BM) correspondientes al primer semestre del presente año. Dicha decisión se fundamentó en la percepción de mayores riesgos de presión alcista en los precios en dicho período, dadas las evoluciones mostrados por el IPC y los precios mayoristas en el último trimestre del 2003 y el mayor desalineamiento observado a comienzos de enero entre las expectativas de inflación del mercado y el rango objetivo de variación de precios del BCU.

La evolución seguida por los precios en enero, reforzó la percepción del BCU sobre la existencia de mayores riesgos inflacionarios por lo que, a partir de mediados de mes, comienza a aplicar una política monetaria más contractiva, a través de la colocación más intensiva de LRM. En la segunda mitad de febrero, la autoridad monetaria confirma su rango objetivo de inflación para el año: entre 7% y 9% en los doce meses finalizados en diciembre. Al mismo tiempo, considerando la evolución de los agregados monetarios y de los precios, decide reducir a \$ 13.950 millones la meta de BM correspondiente al primer trimestre del año.

## La base monetaria

### *Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria*

La base monetaria finalizó el trimestre prácticamente en línea con la meta adoptada por el BCU.

La base monetaria promedio<sup>9</sup> finalizó el primer trimestre prácticamente en línea con la meta adoptada por el BCU, mostrando un leve desvío, por defecto, de 0.2%. En los doce meses terminados en marzo de 2004 la BM acumula un desvío de 0.1%, por defecto, respecto a las metas trimestrales adoptadas por el BCU:

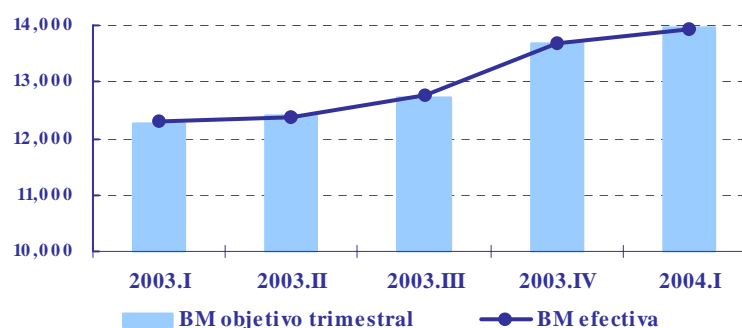
<sup>8</sup> Ver Boletín de Política Monetaria: 4to. Trimestre de 2003.

<sup>9</sup> En base a datos preliminares.

Salos promedios mensuales en millones de pesos			
	BM objetivo	BM efectiva	Desvíos
2003.I	12,275	12,285	0.1%
2003.II	12,400	12,356	-0.4%
2003.III	12,735	12,744	0.1%
2003.IV	13,689	13,678	-0.1%
2004.I	13,950	13,928	-0.2%
Promedio 12 meses	13,193	13,176	-0.1%

### BM EFECTIVA Y OBJETIVO

Promedio trimestral, en millones de pesos

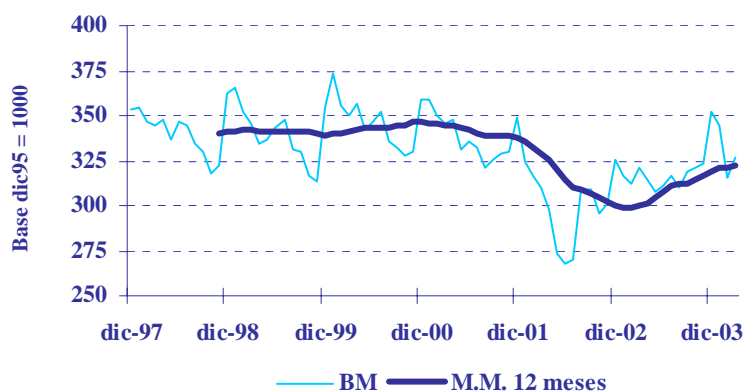


La BM mantiene la tendencia creciente que la ha venido caracterizando.

Tal como puede observarse en la gráfica, en los primeros meses del año la BM mantuvo la tendencia creciente que exhibió en la segunda mitad del pasado año, resultando en el trimestre 3.7% superior, en términos reales, a la observada en igual período de 2003.

### BASE MONETARIA

PROMEDIO MENSUAL EN TERMINOS REALES



*Los componentes de la oferta de base monetaria*

La BM se redujo en términos punta-punta.

En el período la BM se redujo \$ 1.481 millones en términos punta-punta. La mayor parte de esta contracción se materializó en la segunda mitad del mes de enero, cuando el BCU, tal como se mencionó anteriormente, adoptó una política más contractiva.

<b>FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA</b>				
<b>Flujos acumulados en millones de pesos</b>				
<b>CONCEPTO</b>	<b>Ene04</b>	<b>Feb04</b>	<b>Mar04</b>	<b>Acumulado 2004.I</b>
1- Compras netas de moneda extranjera	27	810	665	1,502
Al Sistema Financiero	0	737	627	1,364
Al Gobierno Central	27	73	37	138
2- Crédito neto al Sistema Financiero	0	0	0	0
3- Crédito al Gobierno Central	0	0	0	0
4- Utilización de disponibilidad m.n. de GC-BPS	174	-10	-1,270	-1,106
Amortización neta de letras de tesorería	-86	-170	-543	-799
Intereses sobre títulos en moneda nacional	199	397	260	855
Compras netas de moneda extranjera	1,032	369	312	1,712
Otros	-971	-605	-1,298	-2,874
5- Déficit de BCU en moneda nacional	61	111	177	349
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	-2,195	-28	51	-2,172
7- Otros	-7	0	-45	-53
<b>Variación total de la BM</b>	<b>-1,940</b>	<b>883</b>	<b>-423</b>	<b>-1,481</b>

**Principales factores de variación de la oferta de BM:**

- **expansivo:** compras netas de divisas
- **contractivo:** colocación de LRM

Al igual que fuera observado en el pasado año, las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal factor de expansión, generándose por esta vía un aumento de la oferta primaria ligeramente superior a \$ 1.500 millones. Dichas compras, que en el acumulado del trimestre alcanzan U\$S 51 millones, se canalizaron principalmente a través del mercado interbancario, y se enmarcan dentro de las previsiones de compras tentativas que el BCU anunció que realizaría durante el presente año. Al igual que las compras de divisas y tal como es habitual, el déficit en moneda nacional del BCU resultó expansivo en el período, aunque con un grado de significación muy inferior.

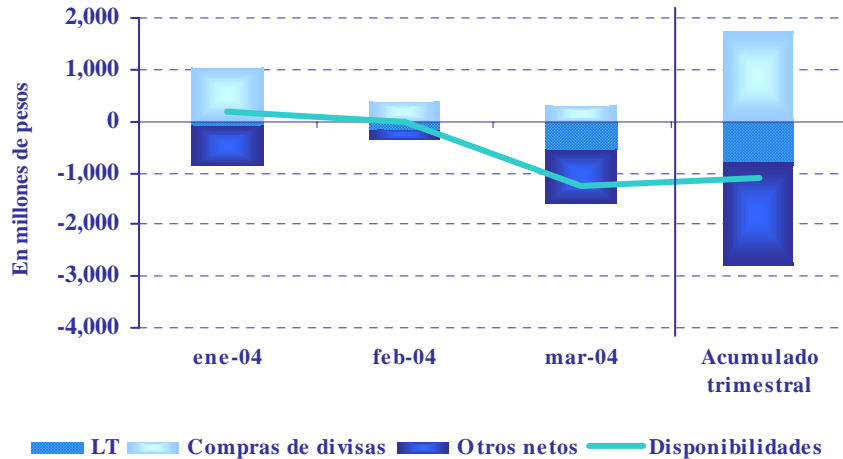
La colocación neta de Letras de Regulación Monetaria (LRM) determinó una reducción de la base monetaria que alcanzó \$ 2.172 millones en el período enero-marzo de 2004, siendo el principal factor contractivo en el período. Prácticamente el 40% de esta colocación neta corresponde a títulos nominados en UI, lo cual se enmarca dentro de la política de reforzamiento del segmento en moneda nacional que desde el pasado año ha seguido la autoridad monetaria.

El aumento experimentado por las disponibilidades en moneda nacional del conjunto GC-BPS en BCU y en BROU desde fines de diciembre de 2003 se reflejaron en una significativa contracción de la oferta de base monetaria: \$1.106 millones. Dicho aumento es consecuencia de que los egresos en que incurrió el GC para comprar moneda extranjera (U\$S 58 millones) resultaron

El aumento experimentado por las disponibilidades del GC fue un importante factor contractivo.

inferiores a la suma del significativo superávit en pesos que el Gobierno alcanzó en el período y la colocación neta de Letras de Tesorería en moneda nacional (LT).

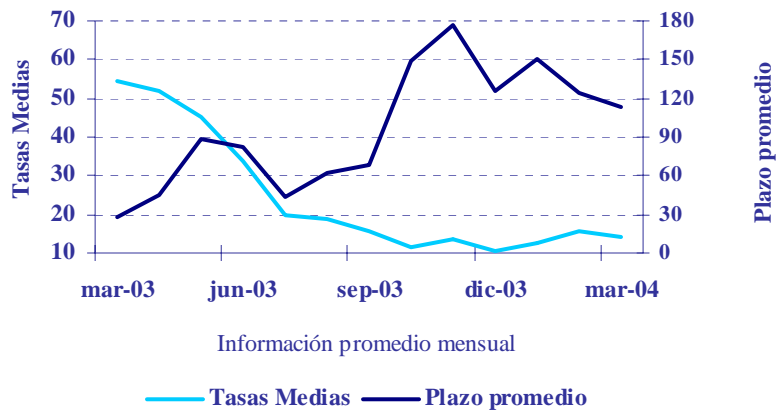
**USO DE DISPONIBILIDADES DE GC-BPS**



El escenario favorable permitió que el GC continuara el proceso de mejora del perfil de vencimiento de su deuda.

Las tasas de interés a las cuales el Gobierno colocó LT se mantuvieron en los niveles relativamente bajos observados a fines del 2003, al tiempo que el plazo promedio de las colocaciones se ubicó en casi 130 días. El escenario macroeconómico favorable del primer trimestre permitió que el Gobierno, en el marco del proceso de mejora del perfil de vencimientos de su deuda que inició en la segunda mitad del pasado año, comenzó a partir del mes de marzo a utilizar LT nominadas en UI a tres años de plazo como mecanismo de financiamiento. De hecho, casi el 20% de la colocación neta de LT realizada en el trimestre correspondió a este tipo de instrumentos.

**LETRAS DE TESORERIA  
TASAS MEDIAS Y PLAZO PROMEDIO**



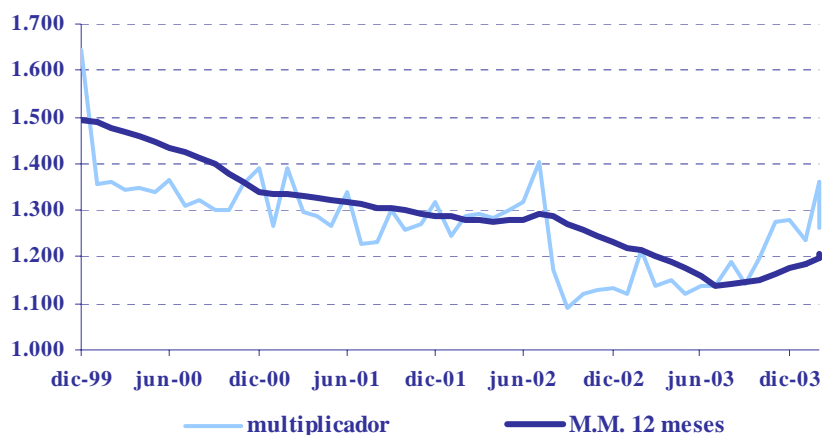
## Evolución de los medios de pago

### *El multiplicador monetario y la oferta secundaria de dinero*

**El multiplicador monetario efectivo continuó mostrando una leve tendencia creciente.**

El multiplicador monetario efectivo, que en el marco del modelo utilizado por el BCU relaciona el M1 fin de mes con la BM promedio, ha continuado mostrando en los primeros meses del presente año la leve tendencia creciente que lo caracterizó desde mediados del 2003, aunque aún se mantiene por debajo de su nivel histórico. Como consecuencia, la reducción que experimentó la oferta secundaria de dinero, consistente con su pauta de comportamiento intra-anual, resultó inferior a la caída experimentada por la BM.

### MULTIPLICADOR MONETARIO

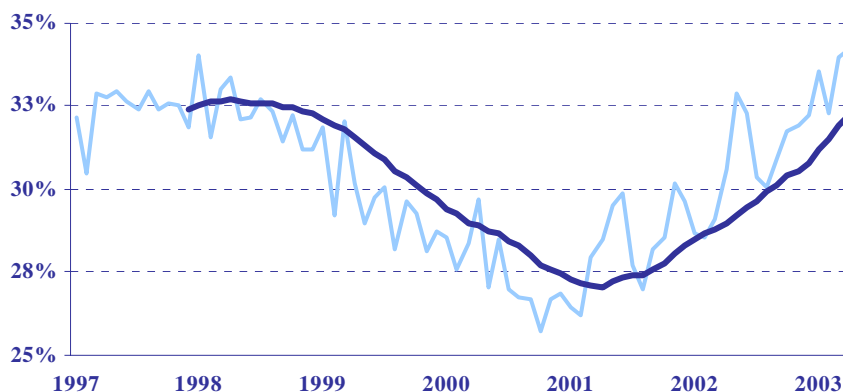


**En esa evolución incidieron la composición de la demanda del público y la caída experimentada por las reservas bancarias.**

Este aumento del multiplicador monetario efectivo sería consecuencia, básicamente, de una reducción de la preferencia por circulante y del mantenimiento de menores reservas por parte de los bancos. La menor preferencia del público por circulante es una tendencia que se ha observado a partir de la segunda mitad del año pasado, siendo un fenómeno consistente con un contexto de recuperación de la actividad económica en el cual adquiere mayor peso la demanda de empresas, más intensiva en depósitos bancarios. De hecho, dentro de éstos los que muestran el mayor crecimiento son los depósitos líquidos, en particular a la vista, típicamente asociados con un mayor nivel de actividad formal en la economía.



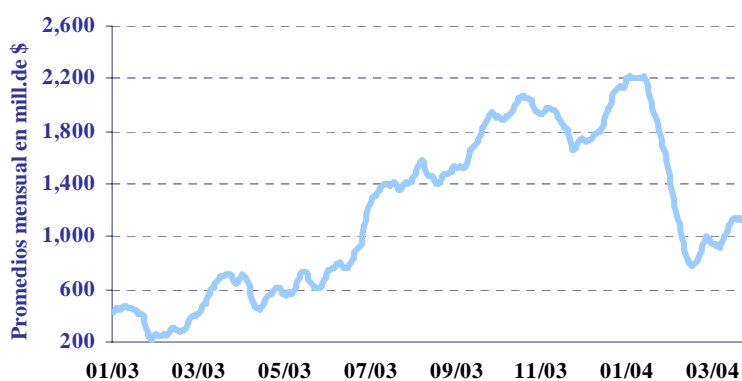
## DEPOSITOS VISTA EN LA DEMANDA TOTAL



Se reduce la preferencia por circulante y aumenta la demanda por depósitos líquidos.

A pesar de esta mayor demanda por depósitos líquidos, las reservas bancarias totales se redujeron debido a la pronunciada reducción que experimentaron las reservas bancarias voluntarias. En efecto, la reducción de los encajes excedentes, esto es aquellas reservas que mantiene las instituciones por encima de los requisitos obligatorios, fue muy significativa en el pasado trimestre: a fines de marzo superaron ligeramente los \$ 1.100 millones, siendo que en diciembre alcanzaban niveles del orden de \$ 2.100 millones.

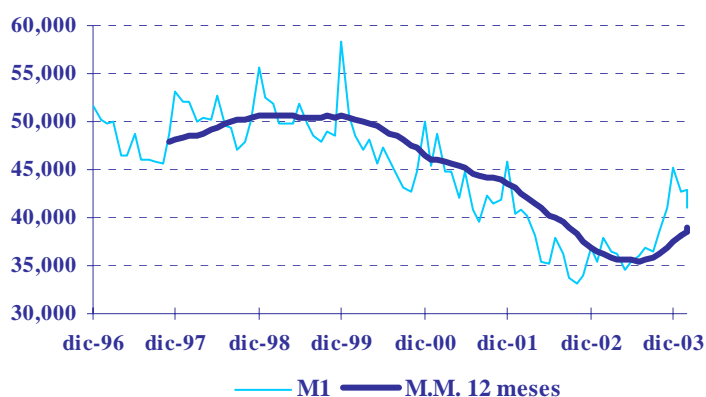
## ENCAJES EXCEDENTES SOBRE LOS OBLIGATORIOS



A partir de mediados de enero se procesa una fuerte caída de las reservas bancarias voluntarias.

*La demanda real de dinero*

Durante el primer trimestre del 2004 la demanda por M1<sup>10</sup> mantuvo la tendencia creciente que la ha venido caracterizando desde la segunda mitad del año 2003, resultando en dicho período más de 15% superior en términos reales respecto a igual período del año 2003.

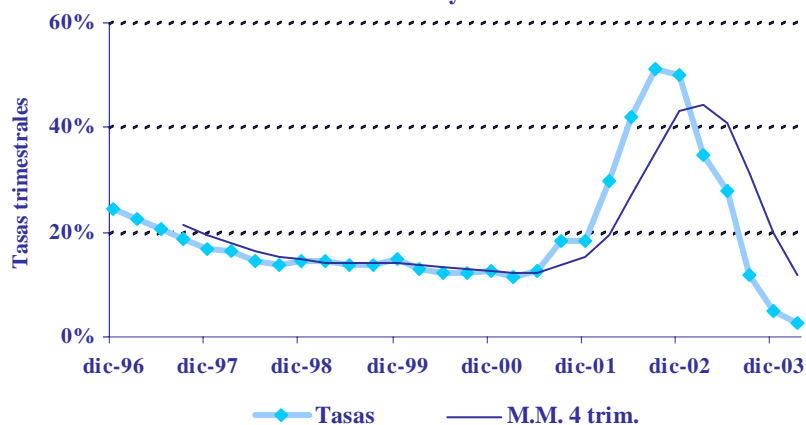
**M1 EN TERMINOS REALES**

La demanda real de dinero mantiene una marcada tendencia creciente consistente con el contexto macroeconómico de mayor nivel de actividad y reducción de tasas de interés.

Este comportamiento de la demanda de dinero es consistente con un contexto en el cual las tasas de interés continúan mostrando una marcada tendencia decreciente, al tiempo que, como fuera analizado anteriormente, todos los indicadores sectoriales disponibles evidencian que el proceso de recuperación económica iniciado el año pasado se mantiene con el mismo vigor en los primeros meses del 2004.

**TASAS PASIVAS EN MONEDA NACIONAL**

Plazos entre 1 y 180 días



<sup>10</sup> En base a datos preliminares y estimados a marzo de 2004.

## Las proyecciones monetarias

En el marco de un mayor compromiso con el objetivo inflacionario el BCU modificó el sistema de metas de BM.

Para los próximos doce meses el objetivo de inflación se ubica en un rango entre 7% y 9%.

Se estima una suba importante del nivel de actividad en el horizonte de proyección monetaria.

Asumiendo un mayor compromiso con el objetivo de inflación, el BCU modificó a partir del presente trimestre el sistema de metas de base monetaria que ha venido siguiendo desde fines del 2002. Dicha modificación se adopta con la finalidad de disponer de mayor flexibilidad en la utilización de los instrumentos, y se apoya en la experiencia y en la reputación adquiridas luego de un año de aplicación del régimen de política monetaria basado en agregados monetarios.

A partir del presente trimestre se establece un rango para la variación de la base monetaria, en lugar de un objetivo puntual, en el entendido que un régimen de este tipo permitirá responder más adecuadamente a las eventuales presiones que afecten la dinámica que siguen los precios.

Para el año móvil Abril 2004-Marzo 2005, se plantea una trayectoria monetaria consistente con una inflación comprendida dentro del rango objetivo de entre 7% y 9%, y un contexto macroeconómico que puede caracterizarse como favorable.

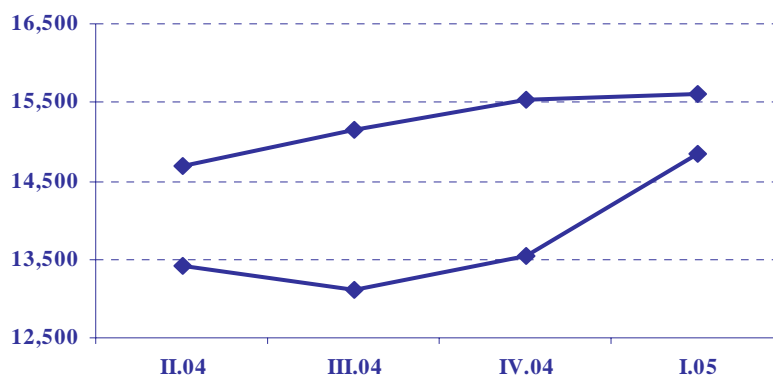
Tal como fuera analizado anteriormente, para el horizonte de proyección monetaria se estima una suba importante del nivel de actividad como consecuencia del mantenimiento del contexto externo y doméstico favorables. En este último, el ciclo electoral plantea un cambio de escenario que se reflejaría a partir del tercer trimestre de este año en un enlentecimiento del proceso de recuperación económica, presiones al alza sobre las tasas de interés y un menor ritmo de crecimiento del multiplicador monetario efectivo.

En este contexto los valores mínimos y máximos entre los cuales se ubicará la base monetaria en los próximos cuatro trimestres serían los siguientes:

<b>RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA</b>		
Promedios en millones de \$		
Trimestre	Límite inferior	Límite superior
<b>II.2004</b>	<b>13,422</b>	<b>14,699</b>
<b>III.2004</b>	<b>13,120</b>	<b>15,161</b>
<b>IV.2004</b>	<b>13,545</b>	<b>15,535</b>
<b>I.2005</b>	<b>14,846</b>	<b>15,618</b>

### RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA

Saldos promedios en millones de pesos



**El BCU continuará monitoreando diariamente las condiciones de mercado.**

Como puede observarse la mayor flexibilidad de las metas fijadas, medida por la amplitud del rango en que puede ubicarse la base monetaria, corresponde al período en el cual se estima la existencia de mayor incertidumbre en la economía. El BCU continuará realizando un seguimiento cuidadoso de las condiciones del mercado monetario y del contexto macroeconómico, disponiendo, en el esquema propuesto, de mayores posibilidades para adoptar las medidas que considere oportunas toda vez que los precios se aparten de la senda que se tiene como objetivo.