



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

División Política Económica

Área de Investigaciones Económicas

Área de Política Monetaria y Programación Macroeconómica

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

PRIMER TRIMESTRE DE 2005

SÍNTESIS	2
I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL.....	3
<i>Desarrollos Recientes</i>	<i>3</i>
<i>Estados Unidos, Zona Euro y China</i>	<i>4</i>
<i>La región.....</i>	<i>7</i>
<i>Commodities</i>	<i>9</i>
<i>Mercados Emergentes.....</i>	<i>10</i>
II. LA ECONOMÍA URUGUAYA EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2004.....	11
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO	11
<i>Evolución del PIB</i>	<i>11</i>
<i>Oferta y utilización finales.....</i>	<i>12</i>
<i>Sectores productivos</i>	<i>14</i>
<i>El mercado de trabajo</i>	<i>16</i>
SECTOR EXTERNO	18
SISTEMA FINANCIERO	21
EL SECTOR FISCAL	23
III. LA INFLACIÓN	26
<i>Las distintas categorías de bienes y servicios</i>	<i>26</i>
<i>Inflación subyacente</i>	<i>29</i>
<i>Presiones inflacionarias</i>	<i>30</i>
ANEXO: LA INFLACION SUBYACENTE	30
LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO	33
<i>Presentación de la encuesta</i>	<i>33</i>
<i>Resultados recientes</i>	<i>33</i>
IV. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA	36
LA POLÍTICA MONETARIA.....	36
EL MANEJO DE CORTO PLAZO DE LA POLÍTICA MONETARIA	38
LOS PRIMEROS MESES DE 2005.....	41
LA BASE MONETARIA	43
<i>Grado de cumplimiento de la meta operativa y manejo de la oferta primaria de dinero.....</i>	<i>43</i>
<i>Los componentes de la oferta de BM.....</i>	<i>44</i>
EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO	48
<i>La oferta de dinero primario, el multiplicador monetario y los medios de pago</i>	<i>48</i>
<i>La demanda real de dinero.....</i>	<i>50</i>
OTROS DESARROLLOS RECIENTES EN EL SECTOR MONETARIO	52
<i>Las tasas de interés.....</i>	<i>52</i>
<i>Los depósitos bancarios.....</i>	<i>55</i>
<i>El crédito bancario</i>	<i>57</i>

V. EL CONTEXTO MACROECONÓMICO HASTA MARZO DE 2006 Y LAS PROYECCIONES MONETARIAS.....	59
PERSPECTIVAS PARA EL HORIZONTE DE PROYECCIÓN MONETARIA	59
PROYECCIONES DE LAS PRINCIPALES VARIABLES	61
LAS PROYECCIONES MONETARIAS.....	61
BALANCE DE RIESGOS	62
EN SÍNTESIS	65
CUADRO: URUGUAY – ESTADÍSTICAS FINANCIERAS.....	66

Síntesis

La economía uruguaya, que exhibió un gran dinamismo en el año 2004, en el primer trimestre del presente año habría mostrado un desempeño satisfactorio, en el cual habría incidido particularmente la performance que, a pesar de la sequía, habría tenido el sector agropecuario y la buena temporada turística. Este dinamismo se habría reflejado en la demanda por medios de pago, determinando que el BCU adoptara la decisión de flexibilizar al alza la meta operativa de base monetaria (BM) ya a mediados de enero, buscando evitar un rebrote de las presiones deflacionarias de fines de 2004. Es así cómo la BM promedio del trimestre se ubicó en niveles muy cercanos al límite superior del rango objetivo vigente.

En este período, el Índice de Precios al Consumo (IPC) experimentó un aumento de 0.8%, alcanzando 5.48% la tasa de inflación doce meses en el año cerrado en marzo de 2005. El análisis de la evolución de la inflación subyacente permite apreciar que, a partir de la segunda mitad de año 2004, la tendencia inflacionaria de la economía uruguaya muestra un claro descenso, ubicándose en una senda consistente con los objetivos trazados para el horizonte de proyección monetaria. En este sentido las expectativas de inflación, medidas a través de la encuesta mensual que realiza el Banco Central del Uruguay, continuaron mostrando en el primer bimestre del año una convergencia creciente hacia el rango objetivo de inflación establecido por la autoridad monetaria, aunque se observa una reversión de esta tendencia a partir de la encuesta del mes de marzo.

El marco macroeconómico bajo el cual se desenvolverá la política monetaria en los próximos doce meses supone condiciones internacionales favorables que viabilizarán la continuidad del proceso de recuperación de la economía uruguaya, estimándose un crecimiento del orden de 5% en los doce meses que finalizan en marzo de 2006. El escenario externo, sin embargo, no sería tan auspicioso como en el 2004 y se perciben riesgos asociados con la evolución de las variables internacionales y las domésticas, destacándose entre estas últimas el agotamiento de la capacidad instalada ociosa en la economía dado el actual ritmo de crecimiento.

La autoridad monetaria para el año móvil Abril 2005 – Marzo 2006 busca desarrollar una política monetaria consistente con una trayectoria decreciente de la tasa doce meses de inflación, la cual se ubicará dentro del rango objetivo de 5% - 7% de acuerdo a la decisión adoptada por el Comité de Política Monetaria (COPOM) en su reunión del 30/03/05. En función de este objetivo y el contexto macroeconómico previsto para el presente año se prevé que los medios de pago se mantengan relativamente estables en términos reales en el horizonte de proyección. Con base en estas proyecciones, el COPOM decidió ajustar al alza el rango objetivo de variación de la BM procurando evitar presiones al alza sobre las tasas de interés en el corto plazo y en el convencimiento de que las nuevas metas son consistentes con un contexto macroeconómico en que el nivel de actividad continuará mostrando dinamismo y en el cual todos los indicadores de inflación subyacente sugieren que el objetivo de precios adoptado es alcanzable.

En este sentido se consideró que los riesgos que se evidencian en el horizonte de proyección no están asociados a una mayor expansión monetaria. En efecto, de acuerdo al análisis realizado la autoridad monetaria deberá mantenerse alerta a las eventuales presiones inflacionarias asociadas a la recuperación económica, la recomposición de márgenes de comercialización, al aumento de los precios en dólares de los principales socios comerciales de Uruguay y a la evolución de las expectativas inflacionarias, en particular, respecto a su influencia en los ajustes futuros de precios y salarios.

I. El contexto internacional y regional

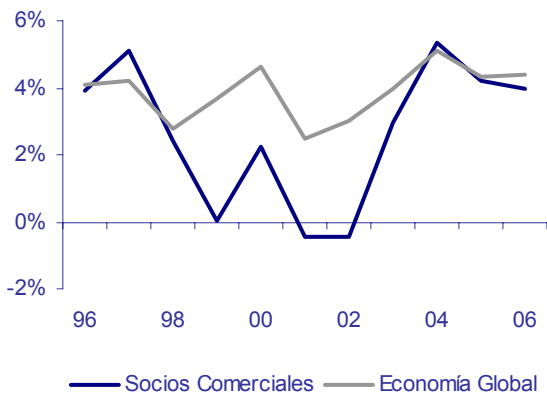
Desarrollos Recientes

Los indicadores de coyuntura conocidos hasta el momento dan cuenta de una economía global creciendo firmemente en el primer trimestre, con EE.UU., Japón y Europa acelerando su crecimiento respecto al último trimestre de 2004. Se espera una inflexión descendente para el segundo trimestre con tasas de crecimiento por debajo del promedio esperado para el 2005. Para la segunda mitad de año se espera un moderado repunte y un patrón de crecimiento más estable para las principales economías. Nuevamente los motores de la economía global serían EE.UU. y China.

Si bien el problema de los déficits gemelos de la economía norteamericana persiste, los cambios en el panorama económico internacional en lo que va del 2005 parecen haber sido suficientes para restarle urgencia al tema y postergar un ajuste. El ritmo ascendente de la tasa de los fondos federales que ha venido ensayando la FED y, en particular, el cambio en la retórica que se desprende de las minutas de la última reunión han actuado sobre las expectativas de los agentes, quitándole presión a una corrección a la baja del dólar. En el mismo sentido actúan las recientes señales desalentadoras en materia de crecimiento de la Unión Europea (UE). Es esperable que junto con los cambios a la baja de las proyecciones de crecimiento del segundo trimestre en la zona euro se posterguen las proyecciones de los analistas del inicio de ajustes contractivos en la tasa de referencia de la política monetaria en la zona euro. Esto implicaría un diferencial de tasas mayor entre ambas monedas que facilitaría el financiamiento de los déficits gemelos norteamericanos.

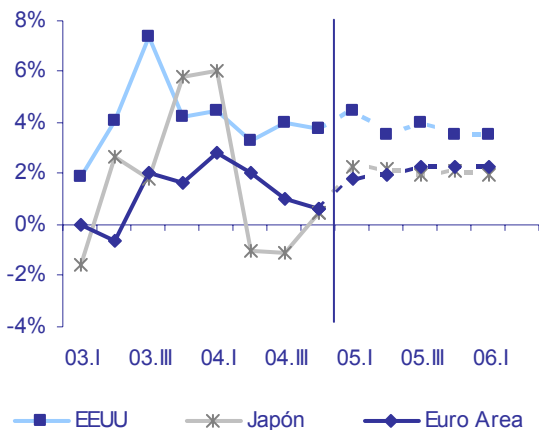
A lo largo del primer trimestre el precio del petróleo volvió a exhibir una tendencia alcista que lo llevó nuevamente a niveles superiores

CRECIMIENTO PIB GLOBAL



Fuente: FMI. Cálculos propios en base a proyecciones del FMI.

CRECIMIENTO OCDE: EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES



Fuente: JP Morgan.
Tasas de crecimiento desestacionalizadas respecto al trimestre anterior (anualizadas).

a U\$S 55 (WTI¹) por barril sobre fines de marzo. Luego de alcanzar nuevos máximos históricos durante la primer semana de abril, retrocedió fuertemente durante la segunda semana hasta rozar los U\$S 50 el barril sin poder hablarse de una tendencia clara. Las cotizaciones de los futuros vaticinan un barril por encima de U\$S 50 a lo largo de todo el año. Esto implicaría una nueva suba promedio de al menos U\$S 10 durante el 2005 respecto al 2004.

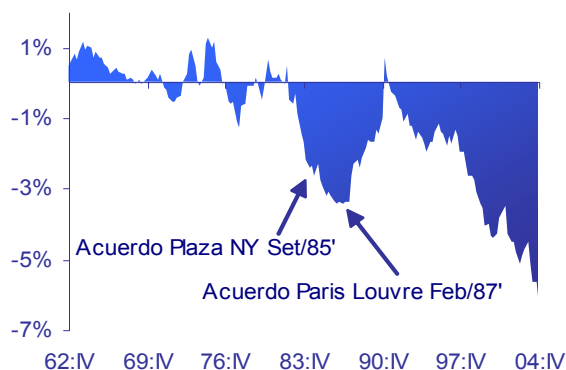
Estados Unidos, Zona Euro y China

De acuerdo a las últimas revisiones publicadas por la BEA (Oficina de Análisis Económico), el PIB norteamericano habría crecido 4,4% en términos reales durante el 2004. Destaca sobretodo la inversión privada con un crecimiento interanual de 13,2%, el más alto de los últimos 10 años, y el alza del gasto en defensa por encima del crecimiento del PIB por cuarto año consecutivo. Las previsiones de crecimiento de la principal economía se han corregido levemente al alza desde nuestro anterior informe, situándose actualmente en 3,6%.

El déficit en cuenta corriente continuó creciendo durante el cuarto trimestre de 2004 alcanzando en dicho período a 6,3% del PIB lo cual llevó el promedio del año 2004 a 5,7%. Para el presente año se espera que continúe ascendiendo hasta ubicarse en torno a 6% del PIB.

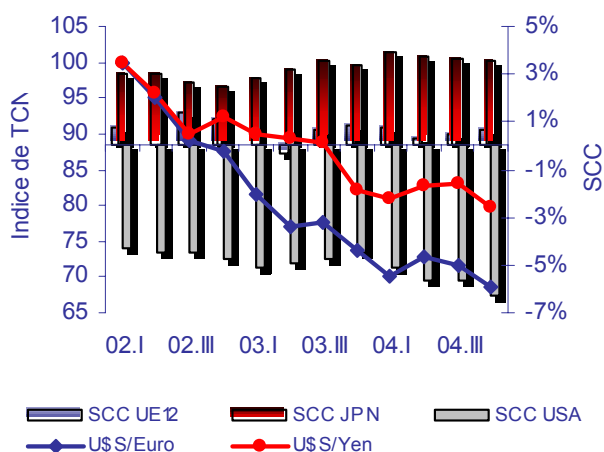
Luego del pico alcanzado en noviembre (3,5%), el crecimiento de los precios al consumo, considerando un año móvil, ha ido cediendo durante el invierno norteamericano. De acuerdo a los últimos datos disponibles, la inflación en febrero (estacionalmente alta) habría sido de 0,58%, lo cual daría cuenta de una inflación acumulada anual de 3,0%. Sin embargo esta desaceleración en los últimos meses no debe interpretarse como una reducción de la inflación subyacente, ya que está relacionado con el comportamiento de los costos de la energía entre noviembre y

SALDO EN C. CORRIENTE EE.UU.
% PIB (datos desest)



Fuente: BEA (Bureau of Economic Analysis)

SALDO EN CC EE.UU., UE y JAPON
Y COTIZACIÓN DEL DOLAR



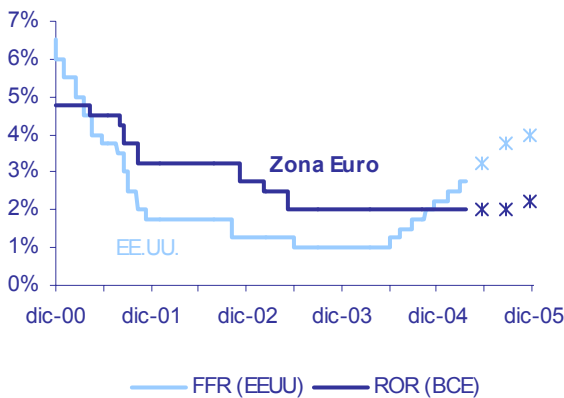
Fuente: BEA, OCDE, BoJ y Eurostat.

¹ West Texas Intermediate.

febrero. Al excluir este ítem, la inflación acumulada en 12 meses habría crecido de forma prácticamente continua desde fines del 2003 hasta situarse actualmente en niveles cercanos a 2,5%. Se trata de una medida mucho más cercana a la inflación subyacente. A esto deben agregarse las presiones inflacionarias que nuevamente está generando el precio del crudo a lo largo de la escalada alcista de marzo.

La persistencia de dichas presiones inflacionarias en el horizonte de corto y mediano plazo, junto con el afianzamiento del crecimiento que marcan los últimos indicadores, llevó a que por séptima vez consecutiva, el pasado 22 de marzo, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidiera incrementar la tasa objetivo de referencia de la política monetaria en 25 puntos básicos. Las tasas implícitas en la cotización de los futuros en los días siguientes a la suba dejaban traslucir un mercado que asigna probabilidades cercanas a uno a nuevos ajustes de 25 puntos básicos en las próximas tres reuniones. Para las tres reuniones restantes del Comité de Mercado Abierto de este año, el mercado en promedio prevé alzas de 25 puntos básicos en sólo dos de ellas. De esta forma, el 2005 estaría cerrando con una tasa de fondos federales cercana a 4%, nivel que se encuentra dentro del rango considerado “ neutral” .

TASAS DE REFERENCIA POLITICA MONETARIA: EE.UU. Y ZONA EURO



Fuente: FED, BCE. Proyecciones, cálculos propios en base a cotización de futuros de tasas de fondos federales y de eurolibor.

CRECIMIENTO GLOBAL			
	2004	2005(*)	2006(*)
EE.UU.	4,4%	3,6%	3,6%
Japón	2,6%	0,8%	1,9%
Zona Euro	1,8%	1,6%	2,3%
Economías Avanzadas	3,4%	2,7%	2,9%
China	9,5%	8,5%	8,0%
Economía Global	5,1%	4,3%	4,4%
Fuente: FMI y Eurostat.			
(*) Datos proyectados			

Las últimas actualizaciones en las previsiones de los principales bancos de inversión, consultoras y bancos centrales han corregido a la baja la tasa de crecimiento para la *Zona Euro* durante el 2005. Luego de haber cerrado el 2004 con un crecimiento de 1,8%, se espera un crecimiento cercano a 1,6% para el corriente año. Si bien aún no hay datos disponibles, los analistas anuncian que es probable que el primer trimestre la zona euro haya logrado un desempeño levemente superior al esperado. Pero esto sería más que compensado por las correcciones a la baja de las previsiones para el segundo trimestre. De esta forma, el crecimiento de la zona euro seguiría un sendero similar al de EE.UU., pero en un nivel más bajo.

La evolución de los precios al consumo en la zona euro muestra un desaceleración en lo que va del año, tanto medido por el índice

INFORME DE POLITICA MONETARIA

general, como al excluir la energía. A febrero, la inflación anual medida por el HICP² general de la zona euro se ubicó en 2,1%, levemente por debajo de la inflación acumulada a diciembre y de la inflación anual promedio durante la segunda mitad del 2004. Por su parte, de considerar el HICP excluyendo la energía, la inflación anual a febrero ascendería a 1,5%, 0,4 puntos por debajo, tanto de la observada en diciembre, como de la registrada en promedio durante el segundo semestre del 2004.

La suma de un menor crecimiento esperado junto con una inflación que se mantiene controlada, ha llevado a que los analistas empiecen a ajustar sus proyecciones sobre la evolución de la tasa de referencia de la política monetaria, postergando de junio a diciembre la posible fecha del inicio de un proceso de alza de tasas por parte del BCE.

Los últimos datos publicados por la oficina nacional de estadísticas china muestran que las medidas implementadas para enfriar la economía aún no han dado los resultados esperados. La inestable inflación anual tomó un camino descendente en octubre pasado, hasta alcanzar una tasa anual móvil de 1,9% en enero, aunque en febrero volvió a crecer alcanzando 3,9%. Contrario a lo esperado por los analistas, el PIB del cuarto trimestre alcanzó el crecimiento desestacionalizado más alto del año, cercano a 13%³ lo cual le permitió cerrar el 2004 con un crecimiento de 9,5%. Actualmente se espera que los datos de producto del primer trimestre arrojen un crecimiento considerablemente menor, dando lugar al inicio de un proceso lento y gradual de desaceleración a lo largo del 2005.

Los últimos comunicados del Banco Central de China hacen pensar en modificaciones de su régimen cambiario en el corto plazo. El yuan mantiene una paridad fija con el dólar desde hace una década, lo cual, dada la desigual evolución de las respectivas economías, se piensa que ha llevado a una subvaluación. Las autoridades económicas de dicho país no han realizado anuncios

² Harmonize Index Consumers Prices.

³ Las oficinas estadísticas de la República Popular China no publican datos de crecimiento desestacionalizado del PIB. De acuerdo a cálculos de JP Morgan, durante el cuarto trimestre China habría crecido 12,9% en términos desestacionalizados.

sobre la forma en que se procederá, pero en cualquier escenario se trata de una medida con importantes impactos para la economía global. Constituiría uno de las primeras concreciones de una agenda que incluye la flexibilización de los controles a la cuenta capital y la tasa de interés. Una revaluación del yuan tendría un efecto arrastre generando presiones a la apreciación de otras divisas del sudeste asiático con fuertes relaciones con China. Entre las posibles implicancias para la economía global, se destaca la mejora sobre la cuenta corriente norteamericana y el incremento en el precio de aquellos *commodities* de los cuales China y el sudeste asiático en general son fuertes demandantes, entre ellos vale destacar el petróleo, el arroz y la soja por su peso en la economía uruguaya.

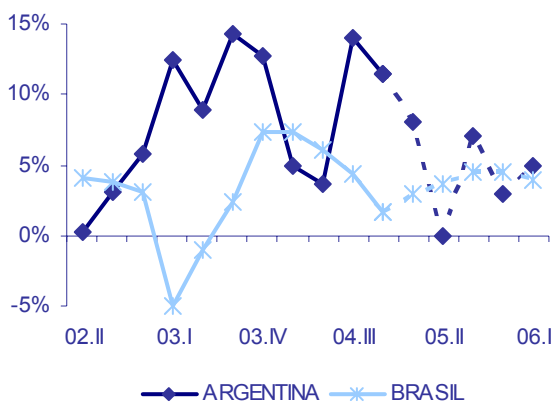
Las proyecciones actuales siguen manteniendo como escenario base el logro de un “ aterrizaje suave” de la economía china, previéndose un crecimiento de 8,5% para el corriente año y de 8,0% para el 2006.

La región

La economía brasileña creció 5,2% durante el 2004, el mayor guarismo observado en los últimos 10 años, y se espera que durante el 2005 lo haga a una tasa de 3,7%. Por el lado de la oferta, el sector más dinámico fue la industria con un crecimiento de 6,2%. El análisis por el lado de la demanda muestra que a lo largo del período los componentes más dinámicos fueron las exportaciones (18%) y la Formación Bruta de Capital Fijo (10,9%). Sin embargo, debe destacarse que se observa una clara desaceleración en el margen. Durante el cuarto trimestre del 2004, el PBI creció solo 1,7% en términos desestacionalizados (tasa anualizada), y los datos de IP (Producción Industrial) muestran en febrero una nueva caída desestacionalizada con respecto al mes anterior (-1,2%) con lo que se contabilizan 5 caídas en los últimos 6 meses.

Los precios al consumo medidos por el IPC-A de marzo mostraron un incremento de 0,61%, prácticamente igual al observado en los

CRECIMIENTO REGION: EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES



Fuente: INDEC, BCB y proyecciones en base a JP Morgan.
 Tasas de crecimiento desestacionalizadas respecto al trimestre anterior (anualizadas)

dos meses anteriores (0,58% y 0,59% respectivamente). De esta forma, a marzo la inflación anual ascendía a 7,54%. La reunión del COPOM del 16 de marzo pasado decidió nuevamente elevar la tasa de referencia de la política monetaria en medio punto porcentual, fundamentando esta decisión en un conjunto de datos dentro de los que se destacan: el nivel alcanzado por la inflación a febrero y las proyecciones que indicaban que de mantenerse la SELIC en 18,75% la inflación para el 2005 superaría la meta central estipulada de 5,1%. Conviene señalar que a lo largo de marzo las proyecciones de inflación promedio de los analistas relevados por el BCB para el 2005 se han ido alejando de la meta central establecida por el BCB, hasta alcanzar a 6% a principios de abril. Por su parte las proyecciones para el 2006 se han mantenido mucho más estables en torno a 5% en todo lo que va del año.

INFLACION REGIONAL			
	2004	2005(*)	2006(*)
Brasil	7,5%	6,0%	5,0%
Argentina	6,1%	9,6%	8,0%

Fuente: BCRA y BCB. Las proyecciones surgen de los promedio de expectativas de mercado compiladas por los respectivos bancos centrales.

CRECIMIENTO REGIONAL			
	2004	2005(*)	2006(*)
Brasil	5,2%	3,7%	3,8%
Argentina	9,0%	6,7%	5,0%
MERCOSUR	6,2%	4,4%	4,1%

Fuente: BCRA y BCB. Las proyecciones surgen de los promedio de expectativas de mercado compiladas por los respectivos bancos centrales.

Durante el cuarto trimestre nuevamente la economía argentina tuvo un crecimiento superior al esperado: 11,4% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior (tasa anualizada), lo que eleva a 9% el crecimiento durante el 2004. El consumo privado por su parte, -variable con vínculos más estrechos con el PIB uruguayo-, creció 9,4% durante el pasado año, levemente por encima del promedio de la economía. Por el lado de la demanda, durante dicho año, los rubros que lideraron en dinamismo fueron la inversión bruta interna fija (23,9%) y las exportaciones (16,8%). Es de destacar que de acuerdo a los datos para el 2004, la inversión está alcanzando una participación en el PIB próxima a los niveles máximos de la “convertibilidad”. En cuanto a la oferta, el crecimiento se apoyó sobretodo en la construcción (29,4%), el comercio minorista y mayorista (13,5%) y la industria manufacturera (11,9%). El análisis de indicadores mensuales de coyuntura referidos al primer trimestre muestra un proceso de desaceleramiento del nivel de actividad. El último dato disponible del EMAE⁴ muestra un crecimiento desestacionalizado de 0,4% contra 0,7% en diciembre y 0,9% de crecimiento promedio durante la segunda mitad del 2004. El EMI (Estimador Mensual Industrial) nos da una idea de la evolución de uno de los sectores más dinámicos desde el inicio de la recuperación de la

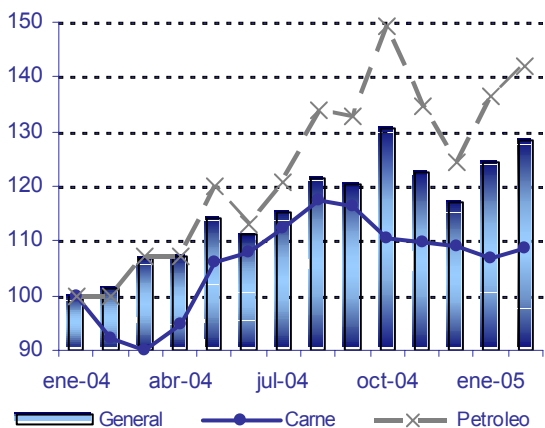
⁴ Estimador mensual de actividad económica.

economía argentina. El mismo exhibe un retroceso en febrero en términos desestacionalizados (-0,7%). Por su parte el crecimiento respecto a igual mes del año anterior fue de 4,9% por debajo del registrado en enero (6,9%) y menos de la mitad del registrado en promedio durante el 2004 (10,8%).

El arrastre estadístico adicional que generará el crecimiento mayor a lo esperado durante el 2004, junto con el éxito del canje de deuda pública, ha llevado a una corrección al alza de las proyecciones de crecimiento para el 2005. De acuerdo al último relevamiento de expectativas de mercado (REM) realizado por el BCRA, las proyecciones de los analistas promedian un crecimiento del PIB durante el 2005 de 6,7%.

La inflación se está transformando en el principal problema en el manejo de la política económica de corto plazo. Desde enero se ha iniciado una fuerte aceleración del crecimiento de precios, alcanzando en marzo una tasa mensual de 1,5%. Luego de cerrar el pasado año con una inflación anual de 6,1%, en marzo la misma alcanzó a 9,1%. Las autoridades argentinas apuntan a ensayar una serie de medidas para el control del crecimiento de precios que incluye el control de ciertos precios claves, el aumento de las tasas de interés de referencia de política monetaria, junto con una mayor absorción de base monetaria por parte del BCRA y una mayor prudencia fiscal.

EVOLUCION PRECIOS DE COMMODITIES

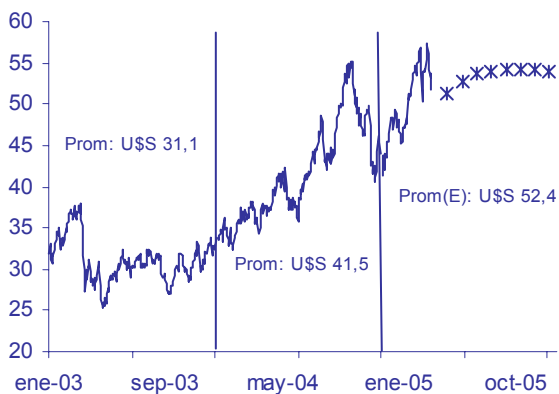


Fuente: FMI, FAO.

Commodities

Después del retroceso de fines de 2004, en lo que va del 2005 los precios de los commodities han vuelto a crecer y de acuerdo al índice elaborado por el FMI acumulan a febrero una suba de 9,7%. Si bien los commodities energéticos lideran el crecimiento (12,2%), los no energéticos también crecen de forma destacada (4,4%). Sin embargo, los *commodities* con mayor peso en la balanza comercial uruguaya, carne y petróleo, siguen manteniendo un comportamiento marcadamente dispar. Mientras que la carne oscila en torno a valores similares desde diciembre, el petróleo acumula una suba de 14%. Las cotizaciones de los futuros de petróleo vaticinan un

**PRECIO BARRIL PETROLEO WTI
Evolución Spot y cotización futuros**



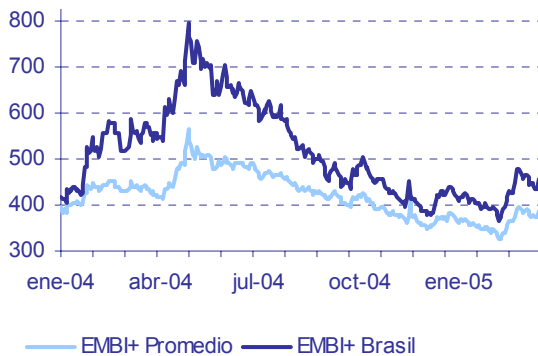
Fuente: Bloomberg

precio del barril claramente por encima de los U\$S 50 a lo largo de todo el 2005, lo que llevaría a un crecimiento en torno a 25% en promedio respecto al año anterior. En cuanto a la carne, el escenario base es de precios estables a lo largo de todo el año.

Mercados Emergentes

La evolución del riesgo país de mercados emergentes alcanzó un punto de inflexión el 9 de marzo pasado. Luego de 10 meses de clara tendencia descendente, donde se alcanzaron los mínimos históricos desde la creación del indicador (327 puntos básicos), el EMBI+ se ha venido incrementando hasta situarse a comienzos de abril en niveles muy cercanos a 400 puntos básicos. Este proceso se originó, en primer lugar, por la consolidación del proceso de remoción de la política monetaria acomodaticia por parte de la FED, el cual determinó un aumento de los rendimientos de las tasas de los bonos del tesoro norteamericanos. Posteriormente, sobre la segunda mitad de marzo, la publicación de pronósticos de resultados por debajo de lo esperado por parte de importantes empresas del sector corporativo estadounidense provocó una reducción del apetito por riesgo crediticio, generando lo que se conoce como un “vuelo hacia la calidad”. Este proceso hizo simultáneamente caer los precios de los bonos de mercados emergentes y elevar los correspondientes a los bonos norteamericanos, generando una suba generalizada de spreads para los mercados emergentes. Es importante mencionar que en esta reversión de los flujos de capital, los spreads de la deuda brasileña reaccionaron más fuertemente que el promedio de los correspondientes a los mercados emergentes.

RIESGO PAÍS: BRASIL Vs. EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

II. La economía uruguaya en el cuarto trimestre de 2004

Nivel de actividad y empleo

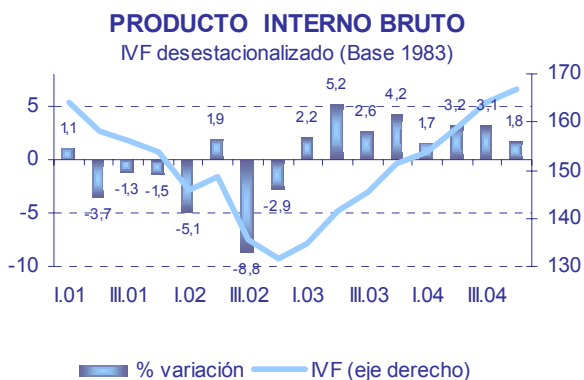
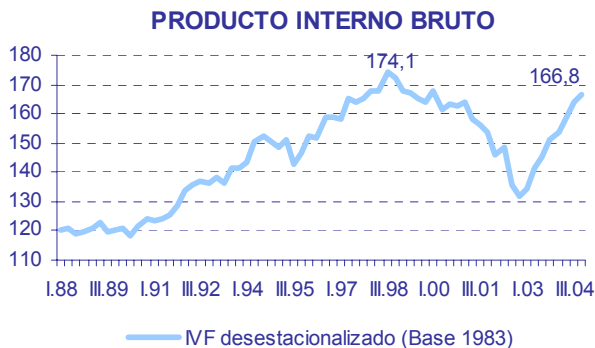
Evolución del PIB

El nivel de actividad económica continuó incrementándose en el último tramo del año. El Producto Interno Bruto (PIB) creció en el cuarto trimestre 1,8% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior. También el Índice de Volumen Físico del PIB se expandió significativamente en el último trimestre en términos interanuales (10,2%), lo que redundó en una expansión muy significativa de la producción de bienes y servicios en el promedio del año 2004 respecto al año anterior (12,3%).

Luego de transcurrida esta fase de fuerte recuperación económica, que ha abarcado los últimos ocho trimestres, a fines de 2004 el nivel de producción se hallaba sólo un 4% por debajo del pico máximo verificado en el tercer trimestre de 1998⁵.

Esta *performance* de la economía uruguaya ha sido posible, en parte, debido a la influencia de factores predominantemente favorables del contexto internacional y regional. Al respecto conviene destacar la mejora de los precios de los productos que exporta nuestro país, el crecimiento significativo de las economías vecinas y la mayor inserción en mercados extrarregionales (particularmente cárnicos). Concomitantemente, a lo largo del año, en un marco expectativas favorables de los agentes económicos, la demanda interna siguió afianzándose, todo lo que contribuyó a alcanzar un alto crecimiento económico.

Sin perjuicio de ello, operaron también algunos elementos negativos, entre los cuales puede señalarse la gradual suba de la



5. Considerando cifras desestacionalizadas.

tasa de interés internacional y, fundamentalmente, la escalada que sufrió el precio del petróleo, avanzada la segunda mitad del año.

Este último elemento de la coyuntura internacional cobró una dimensión relevante en el cuarto trimestre del año, en la medida que provocó un deterioro de entidad de los términos de intercambio de la economía uruguaya (12% i.a.) y determinó que éstos evolucionaran negativamente en el promedio del año. Ello se estima importante ya que este factor había jugado un papel importante durante la fase de recuperación, habiendo constituido un elemento adicional para la mejora del ingreso nacional⁶.

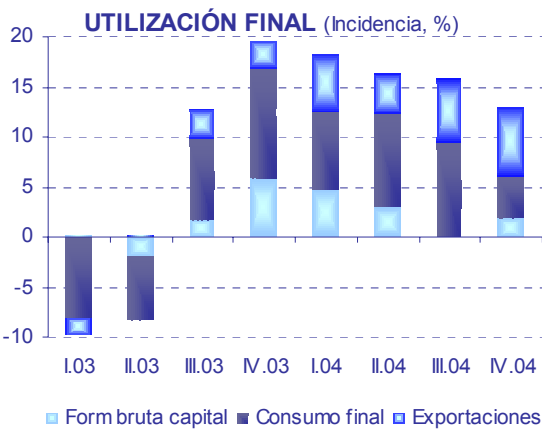
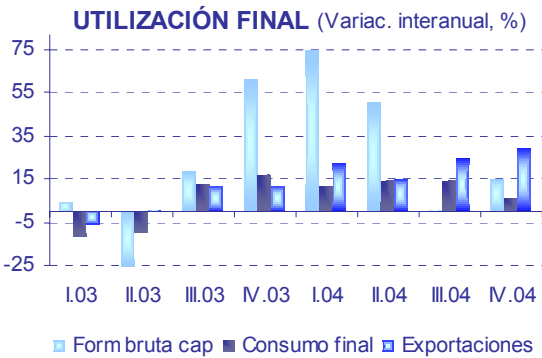
Oferta y utilización finales

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINALES		
Variación del IVF, en %		
	Interanual IV.04	Promedio 2004
Oferta final	13,0	15,7
PIB	10,2	12,3
Importaciones	20,3	24,5
Utilización final	13,0	15,7
Utilización interna	7,9	13,3
Form. bruta de capital	15,0	27,0
Form.bruta cap.fijo	29,0	32,0
Gasto de consumo final	6,5	11,4
Gobierno General	2,7	2,5
Privado	7,0	12,8
Exportaciones	29,3	22,7

El crecimiento que experimentó el PIB, junto a la expansión del volumen físico de las importaciones, determinó un incremento de la oferta final de bienes y servicios, tanto en el cuarto trimestre de 2004 como en el promedio del año. El dinamismo de las compras al exterior obedeció a mayores compras de bienes, tanto de consumo, de inversión, como de insumos intermedios, lo que fue el reflejo del mayor nivel de actividad y del aumento de la demanda interna, como se verá a continuación.

La mayor disponibilidad de bienes y servicios se orientó a satisfacer niveles crecientes de la demanda interna, así como también del exterior. En efecto, tanto la utilización interna como las exportaciones de bienes y servicios registraron tasas de crecimiento significativas. En el cuarto trimestre debe destacarse la alta tasa de crecimiento de las exportaciones, lo que determinó a la postre que fuera, a diferencia de los trimestre anteriores, el componente de la demanda con mayor incidencia en la variación total.

6. Se estima que el Ingreso Interno Bruto (PIB más Efecto de los Términos de Intercambio) creció 1,7 puntos porcentuales más que el PIB durante 2003. Este efecto se habría revertido en 2004, ya que el Ingreso Interno Bruto habría crecido 0,7 p.p menos que el PIB. Ello se debió, sobre todo, al deterioro de los términos de intercambio experimentado en el cuarto trimestre.



Dentro de los componentes de la demanda interna, un aspecto a resaltar es el marcado crecimiento de la inversión. Ello fue el resultado, fundamentalmente de una mayor demanda con destino a la inversión de capital fijo, particularmente en maquinarias y equipos. Las inversiones en construcción, si bien crecieron, lo hicieron a menor ritmo. El mayor gasto en bienes de inversión fue realizado por el sector privado, ya que la inversión del sector público creció moderadamente.

El dinamismo que ha mostrado la inversión es particularmente importante en la coyuntura actual por varias razones. Por un lado, es imprescindible para que la senda de crecimiento pueda sostenerse en el tiempo, luego de superar la fase de utilización del margen de capacidad ociosa. Asimismo, las decisiones de inversión revelan la existencia de expectativas favorables de los empresarios, aún en un año electoral, período en el que suele observarse cierta retracción y postergación de tales decisiones. Los mayores gastos en activos fijos han tenido lugar en un contexto en el que el comportamiento del crédito bancario no ha sido especialmente dinámico, por lo que, en muchos casos, tales emprendimientos se habrían financiado mediante el aporte de capital propio.

Si bien el gasto de consumo se expandió en el cuarto trimestre, la tasa de crecimiento mostró cierta desaceleración en relación a las altas tasas observadas en los trimestres anteriores. El incremento del nivel de consumo continuó siendo explicado por el comportamiento del sector privado, puesto que el consumo del gobierno general se incrementó mínimamente, en el marco del programa económico del gobierno, de modo de poder lograr los niveles requeridos de superávit fiscal primario, como se ve en detalle más adelante.

El mayor nivel de gasto de consumo privado⁷ tuvo lugar en un escenario de expectativas favorables de los agentes económicos,

7. Debe tenerse presente que esta variable es estimada por residuo, por lo que recoge los errores de medición del resto de las variables, así como el efecto de los cambios de stocks de los productos no computados en la estimación de la variación de existencias.

PRODUCTO BRUTO INTERNO				
Variación del IVF desestacionalizado (en %)				
	I/04	II/04	III/04	IV/04
Agropecuaria	-4,0	11,2	3,7	2,7
Industria manufact	5,0	3,4	3,6	1,7
Electric, gas y agua	0,1	-0,8	0,8	4,0
Construcción	-5,0	2,6	1,9	3,4
Comer, rest.y hoteles	4,2	5,4	3,2	4,0
Transporte y comunic.	3,8	0,9	4,8	1,3
Otras actividades	1,2	1,4	2,6	0,5
PIB	1,7	3,2	3,1	1,8

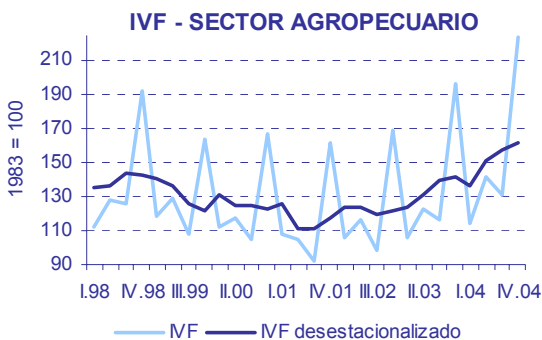
de un incremento del empleo, lo que posibilitó cierta mejora del ingreso de los hogares y de la masa salarial, pese a que el salario real no logró recuperarse. En este marco las ventas de bienes, en particular durables, exhibieron un gran dinamismo⁸. El consumo se habría financiado, en parte, por una reducción del ahorro del sector privado, lo que como se verá más adelante, coadyuvó a cierto deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. También habría operado un “ efecto riqueza” derivado, principalmente, de la recuperación de los precios de los papeles públicos uruguayos. Por otro lado, también habría contribuido la mejora de los ingresos de los sectores vinculados al sector agroexportador y cierta reactivación observada en el crédito al consumo, particularmente, del segmento de tarjetas de crédito.

Como se adelantó la demanda externa, por su parte, continuó exhibiendo un comportamiento expansivo. El volumen exportado tanto de bienes como de servicios, creció sustancialmente. Los rubros de mayor incidencia en las ventas de bienes al exterior en el año fueron la carne, lácteos, productos agrícolas y los químicos. Por su parte, la expansión de los servicios está vinculada a la buena temporada turística, la que obedeció, fundamentalmente, a la recuperación de la economía argentina.

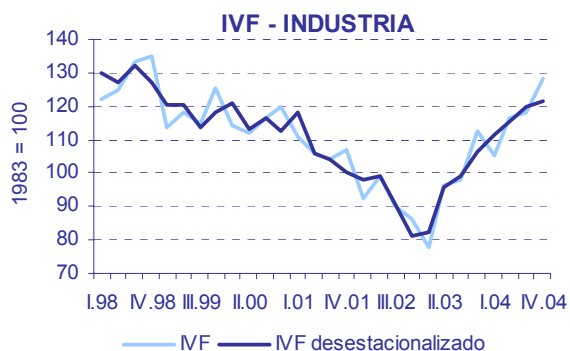
Sectores productivos

La recuperación económica fue generalizada. Todos los sectores de actividad contribuyeron al incremento de la producción del cuarto trimestre respecto al trimestre anterior, considerando el IVF en términos desestacionalizados. El sector Electricidad, Gas y Agua, Comercio, Restaurantes y Hoteles y la Construcción fueron los sectores más dinámicos en el último trimestre del año. Sin embargo, los sectores con mayor incidencia en la variación total desestacionalizada fueron Comercio, Restaurantes y Hoteles, el sector Agropecuario y la Industria Manufacturera.

8. Las ventas de autos 0 km crecieron 56% en el cuarto trimestre de 2004 respecto a igual período del año anterior. En el acumulado del año las ventas rondaron las 9.400 unidades, lo que representó un incremento de 115% respecto al año 2003. En 1998 se vendieron casi 37.000 automóviles.

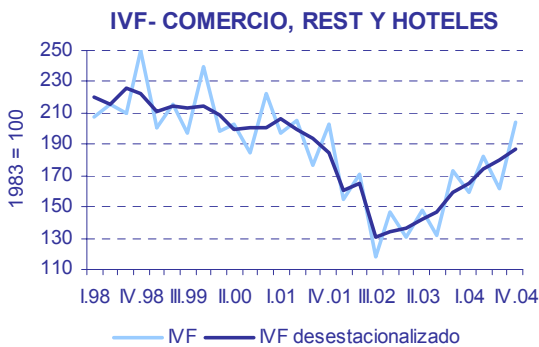


La actividad Agropecuaria resultó fundamental en la evolución del producto por su efecto arrastre sobre casi todas las demás actividades. En el cuarto trimestre creció 2,7% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior. Tal comportamiento fue consecuencia del aumento del área sembrada de algunos oleaginosos y cereales, así como del incremento de la producción de ganado vacuno y de leche. Tanto los cultivos como la actividad pecuaria fueron alentados por precios internacionales favorables, una mayor inserción en algunos mercados y por un alto nivel de competitividad. Todo ello se tradujo en un aumento de la oferta agropecuaria y de las colocaciones en el exterior de varios productos agropecuarios.



La Industria Manufacturera continuó creciendo en el último trimestre del año en términos desestacionalizados (1,7%), aunque dió muestras de cierta desaceleración respecto a los trimestres anteriores. Los buenos niveles de precios de los bienes agroindustriales, el mantenimiento de un elevado nivel de competitividad, la mejora de las condiciones de la demanda interna —tanto por un aumento del gasto doméstico como por la sustitución de importaciones en algunas ramas— y de la demanda externa, junto a la existencia de capacidad instalada ociosa en algunos sectores, ayudaron a explicar el aumento de la producción industrial. La recuperación fue ampliamente generalizada y alcanzó prácticamente a todas las ramas industriales. Las divisiones industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global del cuarto trimestre fueron la de Alimentos, Bebidas y Tabaco, Madera y Resto (Productos Metálicos y Maquinaria y Equipos) y la Química. A nivel de ramas, las que tuvieron mayor incidencia fueron la de Carnes, Madera y Resto y Alimentos Diversos.

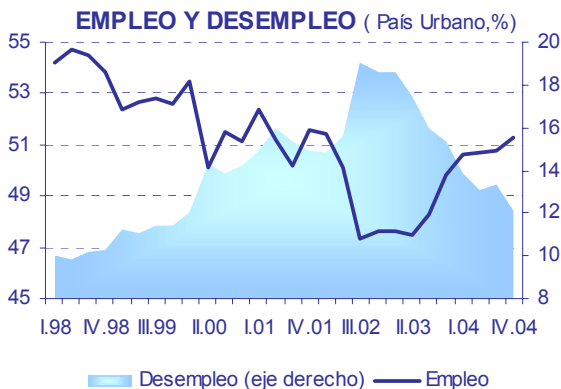
La actividad de la Construcción creció en el cuarto trimestre respecto al trimestre anterior (3,4% en términos desestacionalizados), al influjo, principalmente, de la construcción privada, como resultado de la reactivación de obras en el departamento de Maldonado y de grandes obras en Montevideo.



Los servicios también mostraron un buen desempeño. En el cuarto trimestre la actividad de Comercio, Restaurantes y Hoteles continuó creciendo a buen ritmo en términos desestacionalizados (4%), al influjo del mayor dinamismo de la demanda interna y del aumento del turismo receptivo. Dentro de la actividad de Comercio, se destacan las tasas significativas de crecimiento de los rubros de comercio de bienes importados de consumo, intermedios y de capital, así como del comercio manufacturero, acorde con la reactivación del mercado interno y los incrementos registrados en las actividades industrial y agropecuaria. Los Restaurantes y Hoteles registraron un incremento, tanto por el aumento sustancial del número de turistas, del gasto en alojamiento y alimentación, como por una clara mejora de la demanda doméstica, que afectó positivamente el nivel de actividad de los restaurantes y bares.

El sector de Transporte y Comunicaciones aumentó el nivel de actividad respecto al trimestre anterior (1,3% en términos desestacionalizados) debido, principalmente, al aumento del transporte de carga, servicios de almacenamiento y comunicaciones. Ello se vincula con el dinamismo de los sectores agropecuario e industrial, como se vio anteriormente, así como con la recuperación de la demanda interna. En tanto, la actividad de Electricidad, Gas y Agua, tuvo un marcado crecimiento en el último trimestre en términos desestacionalizados (4%), como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la demanda de electricidad y gas, por parte de los consumidores industriales y comerciales, en respuesta al mayor nivel de actividad de dichos sectores.

El mercado de trabajo



El mayor nivel de actividad económica repercutió favorablemente en el mercado laboral en el último tramo del año. Luego de observarse cierto estancamiento del empleo en los dos trimestres previos, en el cuarto trimestre de 2004 se registró una mejora. En dicho período la demanda de trabajo se incrementó 3,8% en términos interanuales y 1,2% respecto al trimestre anterior. Si se expande la muestra relevada por el INE, ello implicaría la

generación de 40.000 puestos de trabajo entre el último trimestre de 2004 e igual trimestre de 2003 y de 12.800 empleos en el cuarto trimestre respecto al trimestre anterior⁹.

Cabe precisar que una gran parte de los nuevos puestos de trabajo generados a lo largo de 2004 se crearon en el primer trimestre del año y en el último, lo que obedecería a cierto patrón estacional de la demanda de trabajo. Los mayores requerimientos laborales en dicha parte del año fueron el reflejo del aumento de la actividad económica inducida por el turismo y por el aumento de las ventas en el mercado interno que suele ocurrir en el último tramo del año. Debe señalarse también que estos sectores son, a su vez, intensivos en la utilización de mano de obra.

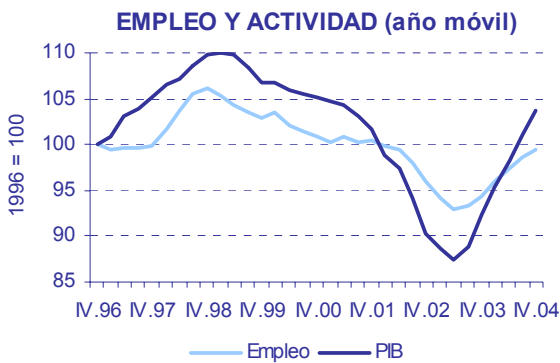
En el cuarto trimestre los sectores que crearon la mayor cantidad de empleos respecto al trimestre anterior fueron el de Comercio, Restaurantes y Hoteles, Administración Pública y Defensa¹⁰ y Transporte y Comunicaciones, acordes con la reactivación económica observada. Sin embargo, debe destacarse la pérdida de puestos de trabajo que se registró en el sector de la Construcción, a pesar del aumento del nivel de actividad que experimentó el sector. En lo que refiere a la localización de los nuevos empleos, la gran mayoría fueron generados en el Interior Urbano.

En la medida que la oferta de trabajo permaneció estable en 2004, el crecimiento del empleo verificado redundó en una marcada reducción de la tasa de desempleo en el cuarto trimestre de 2004, tanto en términos interanuales, como respecto al trimestre anterior (pasó de 15,4% a fines de 2003 a 12,1% en el último trimestre de 2004 y había sido de 13,3% en el tercer trimestre de 2004).

Finalmente cabe consignar que en 2004 el empleo creció 6% en promedio respecto al año anterior, por lo que, dado el crecimiento que registró el PIB en el período (12,3%), pudo observarse un aumento de la productividad de la mano de obra.

9. En localidades de por lo menos 5.000 habitantes.

10. Incluye a los planes de seguridad social de afiliación obligatoria



SECTOR EXTERNO

La cuenta corriente de la Balanza de Pagos experimentó un resultado levemente deficitario en el cuarto trimestre de 2004 (U\$S 9 millones), mientras que el rubro “ Errores y Omisiones” arrojó un resultado negativo. Todo ello fue compensado ampliamente por el resultado superavitario de la cuenta capital y financiera, de modo que los activos de reserva del Banco Central se incrementaron significativamente en el trimestre (U\$S 186 millones).

Analizando las cifras en términos anuales, puede observarse un leve deterioro del saldo de la cuenta corriente al cabo de 2004. Dicho saldo fue deficitario en 0,8% del PIB en 2004, mientras que el déficit representó 0,5% del PIB en 2003. El déficit observado ha sido consecuencia del aumento del gasto del sector privado que ha compensado sobradamente la disminución del desequilibrio del sector público.

Asimismo, el aumento del déficit en cuenta corriente obedeció al aumento del pago de intereses y de la remisión de utilidades y, en menor medida, a una reducción del superávit comercial. En efecto, en 2004 el saldo de la balanza comercial continuó siendo positivo (U\$S 337 millones)¹¹ debido, principalmente, al resultado favorable de la cuenta de servicios (U\$S 302 millones), ya que la balanza de bienes arrojó un superávit moderado.

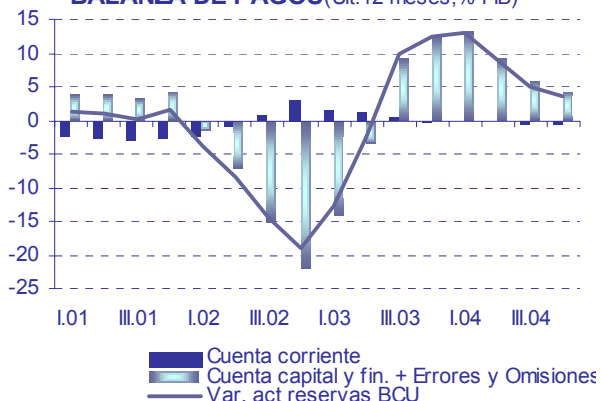
Las exportaciones de bienes aumentaron sustancialmente respecto al año anterior (32,6% medidas en dólares). Dicho resultado estuvo influido por varios factores: el aumento de la demanda externa, la mejora de los precios de exportación de varios productos agroindustriales¹², una mayor disponibilidad de bienes agropecuarios y por el mantenimiento de elevados niveles de competitividad con varias zonas¹³. A este respecto cabe

11. En 2003 el superávit comercial fue de U\$S 350 millones.

12. Los precios en dólares de las exportaciones de bienes crecieron 8% en 2004 respecto a 2003, en tanto que las exportaciones en volumen aumentaron 22,7%.

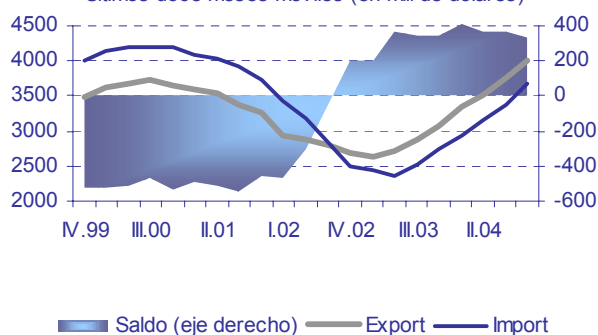
13. La competitividad global de la economía uruguaya mejoró 1,8% en promedio en 2004 respecto a 2003. La mejora de la capacidad de competencia fue de 1,3% con

BALANZA DE PAGOS (Ult. 12 meses, % PIB)



BALANZA COMERCIAL

Ultimos doce meses móviles (en mill de dólares)



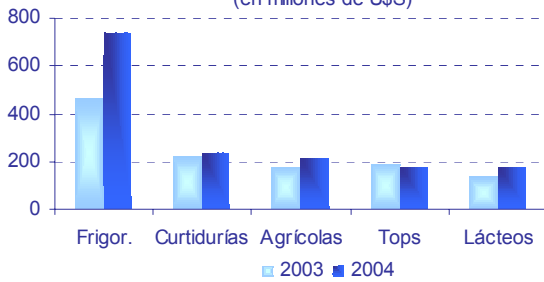
resaltar que el tipo de cambio real promedio de 2004 resultó un 13% más alto que el vigente durante el período que abarca la década del noventa hasta junio de 2002. Asimismo, fue un 22% superior al del promedio de 1998, año en el que la economía uruguaya se hallaba en la fase alta del ciclo económico, previo al inicio de la recesión.

A nivel de productos, debe destacarse el aumento de las colocaciones de carne (58%). Las ventas al exterior de este rubro superaron los 700 millones de dólares en el año, representando la cuarta parte del total de las exportaciones de bienes. También tuvieron un buen comportamiento exportador los cueros, los productos agrícolas y lácteos.

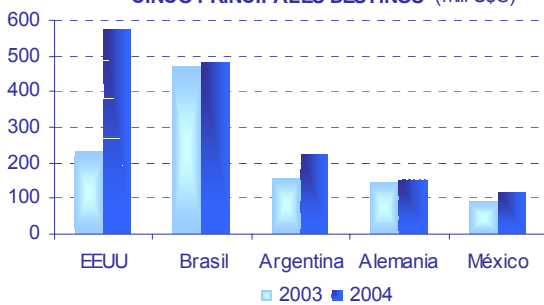
En lo que refiere a los mercados de destino, Estados Unidos constituyó el principal comprador de nuestros productos (20% del total), especialmente de carne (más del 60% de las exportaciones de los frigoríficos se destinaron a dicho país). Las ventas a Brasil, por su parte, que fue el segundo comprador en orden de importancia, crecieron significativamente, sobre todo en el último tramo del año (mayoritariamente se colocaron productos de molinería), mientras que las exportaciones al tercer mayor comprador, Argentina, crecieron moderadamente, aún desde niveles muy bajos (el principal producto exportado fue automóviles).

Por su parte, las importaciones de bienes experimentaron un sensible crecimiento en el mismo período (42,5%), en el contexto de la marcada reactivación del nivel de actividad y de aumento de precios internacionales, particularmente del petróleo¹⁴. Como se comentó antes, se verificó un importante crecimiento de las importaciones de bienes de capital, reflejo de decisiones de inversión, sustentadas en las expectativas favorables de los empresarios. Por su parte, las compras al exterior de bienes de consumo también crecieron sustancialmente, al influjo de la

EXPORTACIONES BIENES
CINCO PRINCIPALES GRUPOS DE ACTIVIDAD
(en millones de U\$S)



EXPORTACIONES BIENES
CINCO PRINCIPALES DESTINOS (mill U\$S)



Brasil, mientras que con los países de fuera de la región fue de 3,4%. Mientras tanto, frente a Argentina la competitividad se redujo 2,6% en el período.

14. Los precios de las importaciones crecieron 10,5% en 2004, mientras que en volumen físico las importaciones se incrementaron 28,7%. Los precios promedio del petróleo, en tanto, fueron 55,5% más altos que en el año anterior.

recuperación del gasto del sector privado, particularmente en bienes durables. Las importaciones de insumos intermedios también se expandieron, debido a la mejora de la actividad industrial. También mostraron un incremento significativo las compras de petróleo y de energía, en función de la suba de precios del crudo y de la crisis energética que está viviendo el país.

La cuenta de servicios, como fuera señalado, exhibió un comportamiento muy favorable, debido a mayores entradas de divisas en concepto del turismo, lo que debe asociarse, principalmente, a la recuperación de la economía argentina. El aumento de las exportaciones de servicios turísticos (43%) fue el resultado del aumento del número de turistas ingresados y del mayor gasto *per cápita*.

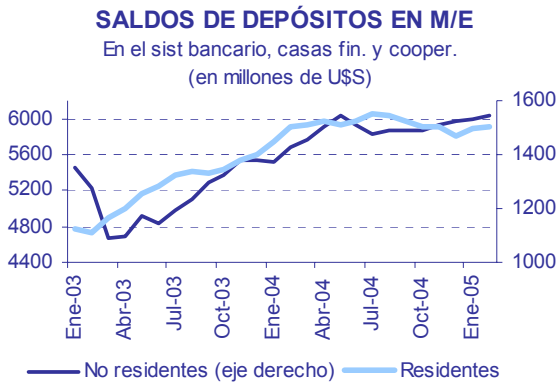


El desequilibrio de la cuenta de renta, mientras tanto, obedeció al aumento del pago neto de intereses, sobre todo los correspondientes a valores públicos, y de la remisión de utilidades al exterior.

El desequilibrio observado en la cuenta corriente fue compensado por un superávit de la cuenta capital y financiera (0,8% del PIB). En lo que refiere al sector privado hubo ingreso de capitales por inversión extranjera directa. A nivel del sector público, en tanto, se registró una entrada de divisas debido a la contratación de endeudamiento neto con el FMI y por la emisión de títulos públicos. Por su parte, el rubro “ Errores y Omisiones” también registró un saldo positivo (U\$S 455 millones), lo que estaría indicando que los capitales del sector privado no financiero habrían continuado retornando.

Como consecuencia de los movimientos señalados, los activos de reserva del Banco Central se incrementaron en 2004 (U\$S 454 millones, 3.4% del PIB), lo que le permitió a la autoridad monetaria continuar el proceso de recomposición de reservas iniciado el año anterior.

SISTEMA FINANCIERO



Los depósitos en moneda extranjera¹⁵ se redujeron en el cuarto trimestre respecto al trimestre anterior. Dicho comportamiento a nivel agregado fue consecuencia de la disminución de los depósitos de los residentes ya que los de los no residentes se incrementaron. Sin embargo, a nivel de las distintas instituciones pueden apreciarse algunas diferencias. De acuerdo a la información que surge del Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por la Superintendencia de Instituciones Financieras (SIIF)¹⁶, los depósitos del sector no financiero privado en los Bancos Privados se expandieron al cabo del cuarto trimestre respecto al trimestre anterior (U\$S 74 millones), mientras que en el caso del BROU se redujeron (U\$S 43 millones)¹⁷. Por su parte, los depósitos en el Nuevo Banco Comercial también se redujeron (U\$S 87 millones) por la conjunción de varios efectos¹⁸. Según el informe comentado de la SIIF, corrigiendo estos efectos los depósitos totales del sector no financiero privado se habrían incrementado en el trimestre (U\$S 49), manteniendo la tendencia creciente esbozada desde la salida de la crisis.

Asimismo, debe remarcarse que, la ya elevada proporción de los depósitos en modalidades a la vista, ha continuado aumentando. Tal situación ha obligado a los bancos a mantener un elevado porcentaje de sus activos líquidos, lo que representa un obstáculo para la dinamización del mercado de crédito.

15. Refiere a los depósitos en bancos públicos y privados, casas financieras y cooperativas de intermediación financiera en actividad en cada fecha, con excepción de los bancos La Caja Obrera, Comercial, de Crédito y de Montevideo (suspendidos en agosto de 2002), que se incluyen hasta febrero de 2003 inclusive y de la cooperativa Caycu (suspendida en agosto de 2002), que se incluye hasta diciembre de 2002 inclusive.

16. Al respecto véase http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref_iv-04.pdf

17. Esta evolución tuvo lugar en forma simultánea con la devolución anticipada de parte de la tercera y última cuota de los depósitos reprogramados.

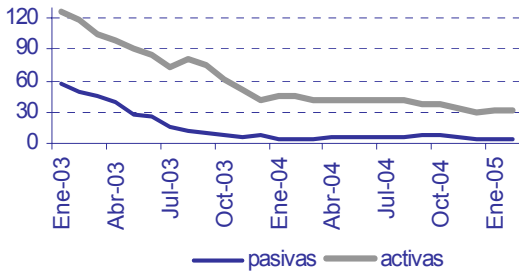
18. Por el efecto de la devolución de certificados de depósitos de los Fondos de Recuperación de Patrimonios Bancarios y la reclasificación de certificados de depósitos. Asimismo, en diciembre se pagó la séptima cuota de certificados de depósitos (U\$S 20 millones).

Sin perjuicio de ello, en el último tramo del año el mercado de crédito comenzó a dar señales de reactivación. En efecto, el *stock* de los créditos brutos del sistema bancario aumentó en términos de dólares al cabo del cuarto trimestre del año (U\$S 39 millones). Ello fue, en parte, debido al efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre los créditos en moneda nacional. A nivel de instituciones, el aumento del saldo de créditos brutos obedeció a la expansión del crédito de la banca privada, al tiempo que en el caso del BROU pudo observarse una contracción.

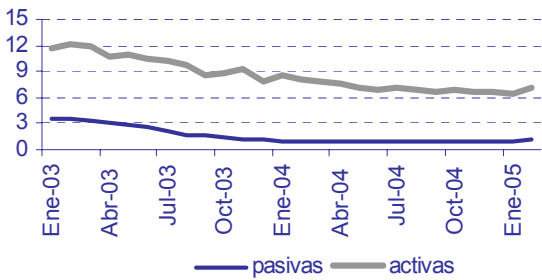
De acuerdo a los indicadores elaborados por la Superintendencia de Instituciones Financieras¹⁹, el sistema bancario continuó fortaleciéndose al cabo de 2004. En particular puede destacarse la reducción que ha experimentado la morosidad, tanto a nivel de los bancos privados como en el caso del BROU, aunque en este último caso ello se vio influido por la constitución de los fideicomisos financieros. Asimismo, el sistema bancario ha exhibido altos niveles de liquidez, al tiempo que pudo observarse una mejora de los indicadores de solvencia y rentabilidad.

Las tasas de interés pasivas en dólares se mantuvieron relativamente constantes en el último trimestre de 2004, pese al incremento registrado en las tasas internacionales. Por su parte, las correspondientes a depósitos a plazo fijo en moneda nacional experimentaron cierta reducción. Si bien se mantuvieron por debajo del retorno promedio de las Letras de Tesorería, dicha diferencia tendió a disminuir en el último tramo del año. En lo que refiere a las tasas activas, las correspondientes a moneda extranjera se mantuvieron estables, mientras que las de moneda nacional disminuyeron en el cuarto trimestre²⁰.

TASAS EN MONEDA NACIONAL
B. Privada-Ponderadas por capital equiv.mensual (%)



TASAS EN MONEDA EXTRANJERA
B. Privada-Ponderadas por capital equiv.mensual (%)

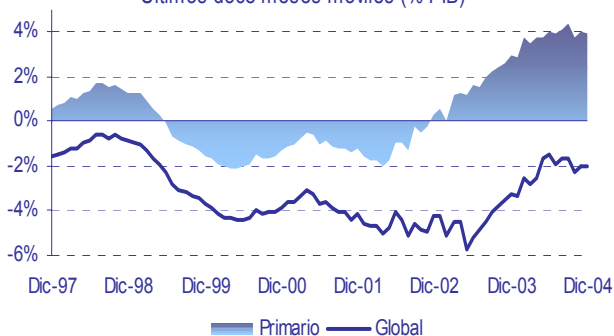


19. Puede consultarse <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/boletin/boletines.htm>

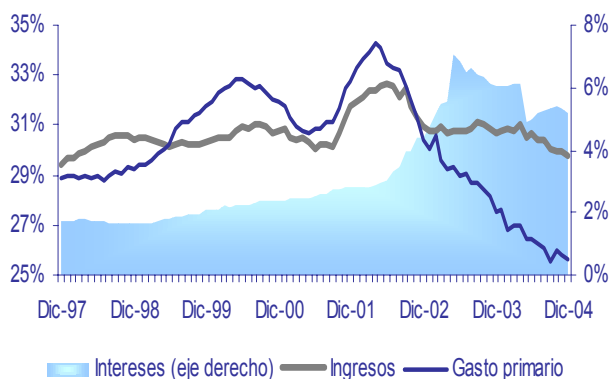
20. De acuerdo al referido informe de la SIF, en diciembre de 2004 la tasa promedio por los depósitos a plazo fijo en dólares era 1% mientras que las tasas pasivas promedio en pesos a plazo fijo se ubicaron en el entorno del 5,2%. Las tasas activas promedio en dólares se ubicaban en 7,1% en diciembre y las correspondientes en pesos en 31,9%.

EL SECTOR FISCAL

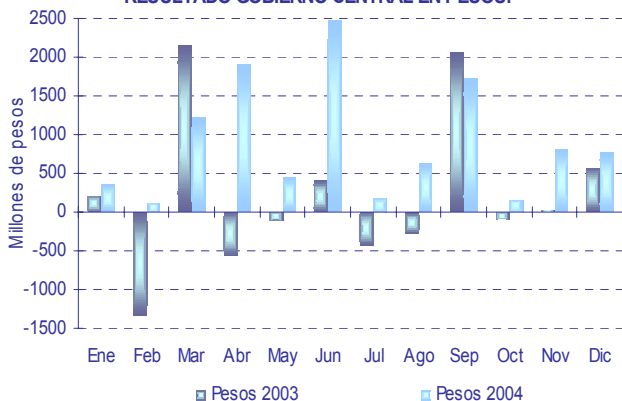
RESULTADO FISCAL GLOBAL Y PRIMARIO
Ultimos doce meses móviles (% PIB)



INGRESOS Y GASTOS S/PÚBLICO NO FINANCIERO
Ultimos doce meses móviles (% PIB)



RESULTADO GOBIERNO CENTRAL EN PESOS.



El fuerte crecimiento económico del año 2004, impulsado por todos los componentes de la demanda agregada, colaboró en una nueva mejora del superávit primario, el que alcanzó 4.0% del PIB (U\$S 527 millones), mayor al 3.2% registrado en 2003 (U\$S 326 millones).

Este nuevo avance hacia la consolidación fiscal es el resultado del incremento real de los ingresos (6,9% real anual), acompañado por un leve aumento del gasto primario (1,8% real). La recuperación de la demanda interna, base imponible del sistema, impulsó al alza tanto la recaudación tributaria como las ventas de Empresas Públicas. En tal sentido, los ingresos tributarios de Gobierno Central aumentaron 10% real, impulsados por la recaudación de la DGI (aumento de 15% real) y por comercio exterior (20% real), los que compensaron la fuerte reducción en la recaudación de IRP luego de la eliminación de sus tasas adicionales. Finalmente, las ventas de servicios públicos se incrementaron 12% real.

El gasto primario consolidado del Sector Público no Financiero²¹ a partir de junio 2004 ha estabilizado su caída en términos reales, promoviendo un cambio de tendencia en los últimos meses; de esa forma, cierran el año con un moderado aumento real de 2.4%. El mismo se explica por alzas en remuneraciones, compra de bienes y servicios y las inversiones (por 3%, 11,1% y 5,2% real respectivamente), mientras que las prestaciones sociales vuelven a reducirse, esta vez marginalmente (1,7% real).

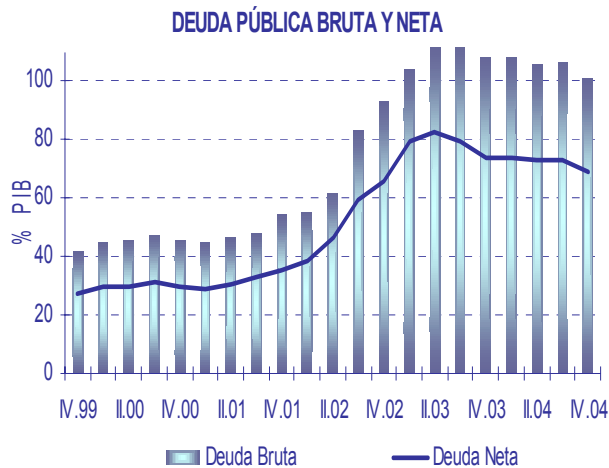
El consolidado Gobierno Central y Seguridad Social ha sido el principal impulsor de la consolidación fiscal de 2004, combinando un aumento en los ingresos con un gasto estabilizado; esto permitió, además, generar superávit en pesos en todos los meses del año. El superávit en pesos de 2004 fue de \$ 10.884 millones, generando una importante contracción monetaria desde el frente

21. Dentro de SPNF se incluye: Gobierno Central, Empresas Públicas, BPS y no se incluye Gobiernos Departamentales, excepto IMM.

fiscal, mucho mayor a la alcanzada en 2003 (donde había sido de \$ 2.606 millones).

Las empresas públicas por su lado presentan pocos cambios en el superávit financiero respecto al año anterior. En 2004 el mismo ha sido de 1,5% del PIB (U\$S 206 millones), actuando en un marco fuertemente influido por el aumento del precio del petróleo, el que generó importantes aumentos tanto de egresos como de ingresos a través del aumento de tarifas. A su vez, se observa una reducción de inversiones, especialmente en activo fijo (16% real).

Los intereses de Deuda Pública cerraron el año en 5.9% del PIB, implicando una cierta reducción respecto a 2003, observándose un aumento en términos reales de 6%.



De la combinación de resultado primario e intereses surge un déficit del Sector Público Global de 2% del PIB, similar al de mediados de los años 90, época de un importante dinamismo económico. Sin embargo, como ya se destacara en informes anteriores, la composición es muy distinta: antes los intereses se ubicaban en torno al 2% del PIB mientras que el resultado primario estaba prácticamente equilibrado.

La Deuda Pública Bruta del Sector Público Global se ubicó a fines de 2004 en U\$S 13.335 millones, versus los U\$S 12.163 millones del cierre de 2003 (aumento de U\$S 1.172 millones). Por otro lado, los activos del Sector Público pasan de U\$S 3.920 millones a U\$S 4.218 millones en el mismo período, determinando un menor aumento de la Deuda Neta. En este sentido, la misma se ubica en U\$S 9.117 millones al fin de 2004, aumentando en U\$S 874 millones respecto a diciembre 2003. Por otra parte el ratio Deuda/PIB, indicador relevante para la sostenibilidad fiscal, detuvo la dinámica explosiva de los últimos años, experimentando una reducción en el último año, tanto en términos brutos (de 109% a 101%) como netos (de 74% a 69%)²². El crecimiento de la deuda se explica en buena medida por la necesidad de financiamiento que mostraron el Gobierno y el Banco Central. La principal fuente

²² Reducción provocada por el alza en el PIB en dólares (dada tanto por el incremento en el nivel de actividad como por el descenso en el precio del dólar).

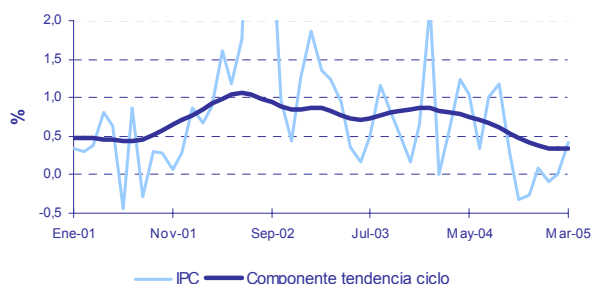
INFORME DE POLITICA MONETARIA

de financiamiento fue aportada por el sistema bancario residente por U\$S 765 millones, pautada por el aumento de depósitos en el BCU (U\$S 731 millones). Por otra parte, se amortizaron Títulos Públicos por U\$S 482 millones, existiendo un comportamiento marcadamente diferente a nivel institucional. El BCU amortiza en forma neta U\$S 718 millones, determinado básicamente por los Certificados de Depósitos mientras que el SPNF realizó una colocación neta por U\$S 236 millones, mejorando el perfil de vencimientos: amortiza títulos de corto plazo por U\$S 114 millones y coloca títulos a más largo plazo por U\$S 350 millones.

Finalmente, una descomposición de la Deuda Bruta por moneda permite observar que en 2004 se siguió en el camino de la desdolarización. En efecto, la deuda en moneda nacional pasó de 6% a 10% del total, mientras que la ponderación en Títulos Públicos, instrumento en el que más se puede incidir, pasó de 15% a 22%. En este último caso, la fuerte amortización de letras de corto plazo en pesos fue compensada por la emisión de bonos en UI y el Bono Global con Protección Cambiaria en los mercados internacionales.

III. La inflación

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO
variaciones mensuales



El Índice de Precios al Consumo (IPC) creció 0.8% en el primer trimestre de 2005 y 5.48% en el año culminado en marzo. Estas variaciones se transforman en 0.28% y 4.86% respectivamente si se excluye del índice el rubro “ servicio doméstico” al cual el Instituto Nacional de Estadística (INE) imputa una variación de 30.97% en el mes de enero²³.

Las distintas categorías de bienes y servicios

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ⁽¹⁾									
	2004				2005				Mar.05 vs. Mar.04
	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	Enero	Febrero	Marzo	Trim. I	
Variación IPC									
Total	2.82	2.63	2.48	-0.50	0.38	0.00	0.43	0.80	5.48
Transables internacionales	2.04	3.42	1.12	-1.47	-0.23	-0.71	0.72	-0.23	2.80
Transables regionales	-0.61	6.66	2.73	-0.60	2.00	-0.18	0.23	2.04	11.14
No Transables	4.28	1.04	3.25	0.11	0.27	0.47	0.31	1.06	5.53
Variación transables internacionales									
Total	2.04	3.42	1.12	-1.47	-0.23	-0.71	0.72	-0.23	2.80
Sin carne	2.37	2.70	-0.40	-0.55	-0.07	-0.51	0.53	-0.04	1.69
Carne	0.74	6.25	6.86	-4.74	-0.85	-1.48	1.43	-0.92	7.15
Sin carne, lácteos, vestimenta, cigarrillos	2.90	1.49	-0.55	-1.11	-0.34	-0.53	0.57	-0.31	-0.49
Variación transables regionales									
Total	-0.61	6.66	2.73	-0.60	2.00	-0.18	0.23	2.04	11.14
Frutas y verduras	-9.27	24.37	5.17	-9.78	8.15	0.72	-0.58	8.30	27.80
Sin frutas y verduras	1.57	2.68	2.07	1.98	0.47	-0.42	0.45	0.49	7.40
Variación no transables									
Total	4.28	1.04	3.25	0.11	0.27	0.47	0.31	1.06	5.53
Tarifas	8.25	1.64	1.92	-1.30	-2.89	0.26	0.07	-2.57	-0.39
Salud	5.47	-0.28	4.72	-0.06	0.00	1.03	0.02	1.05	5.45
Política Departamental	1.40	1.53	7.64	0.25	-1.53	-0.51	0.00	-2.03	7.33
Enseñanza	5.63	1.02	1.59	0.36	0.00	4.09	1.84	6.00	9.18
Servicio doméstico	4.26	0.00	9.48	0.00	30.97	0.00	0.00	30.97	43.38
Otros	2.27	1.25	1.97	0.89	0.18	0.09	0.44	0.71	4.90

⁽¹⁾ Se ha revisado la clasificación en transables y no transables de los distintos bienes y servicios que componen la canasta del IPC, por lo que las cifras de este cuadro pueden diferir de las publicadas anteriormente.

A lo largo del primer trimestre de 2005 y tal como sucediera en

²³ La metodología del INE asimila la evolución del costo que el servicio doméstico tiene para los hogares montevideanos a la del salario mínimo nacional, el que tuvo un ajuste administrativo extraordinario en el período.

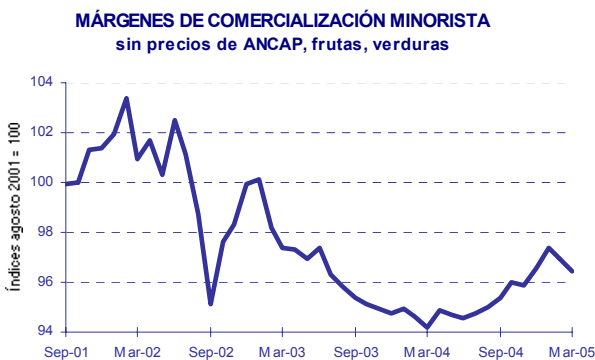
2004, los bienes y servicios no transables se encarecieron más que los bienes que son objeto de comercio internacional. Esta apreciación del tipo de cambio real sería consistente con la evolución de los fundamentos de la economía uruguaya.

Este comportamiento de los precios relativos es especialmente evidente si se compara la evolución de los precios del grupo de bienes comercializables a nivel internacional que no incluye a la carne, los lácteos, la vestimenta y los cigarrillos -caída de 0.31%- con el aumento de 0.71% del grupo de bienes y servicios no transables que no están tarifados y que no incluye el costo que para los hogares uruguayos tienen la salud, la enseñanza y el servicio doméstico²⁴.

Dos razones explicarían por qué la caída que el tipo de cambio nominal ha venido registrando desde junio de 2004 no se ha reflejado con más fuerza en el precio de los bienes transables.

En primer lugar, además de la caída de 14% que el tipo de cambio nominal verificó en dicho período habría que tener en cuenta el aumento algo inferior al 11% que habrían registrado los precios expresados en dólares de nuestros principales socios comerciales, lo que arroja una caída de 5% de los precios externos expresados en pesos uruguayos.

Por otra parte, la evidencia empírica disponible sugiere que desde comienzos de 2004 se estaría produciendo una lenta recuperación de los márgenes de comercialización minorista de los bienes transables internacionalmente²⁵. Esta recomposición de la



²⁴ La elección de este grupo de bienes y servicios no transables parece razonable si se tiene en cuenta que el descenso de las tarifas públicas está asociado a su componente transable (precio del petróleo expresado en pesos uruguayos), que los ajustes en el costo de los servicios de salud y de enseñanza son discontinuos y que el aumento imputado al servicio doméstico no sería el que realmente afectó a los presupuestos de los hogares montevideanos. Por otra parte, el grupo de bienes transables considerados no contiene rubros que se caracterizan por su estacionalidad, sus shocks de oferta y sus ajustes de precios discontinuos.

²⁵ Para obtener una serie de márgenes de comercialización se comparó la evolución de los precios minoristas de los bienes transables con el comportamiento que registran en el primer nivel de transacción los precios de los bienes producidos en el país que tienen como destino el mercado interno (mayorista). Se trabajó con

rentabilidad del comercio minorista sería lógica en un entorno en que la brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto actual y el potencial, podría haberse reducido, o hasta haberse vuelto positiva.

Fueron justamente la evolución de los precios externos expresados en pesos uruguayos y el comportamiento de los márgenes de comercialización los factores que habrían contribuido a revertir la deflación que desde el cuarto trimestre de 2004 mostraban los bienes transables internacionalmente. Aunque no se considere la suba del precio de la carne y el aumento estacional de la vestimenta, la deflación de los bienes transables internacionalmente del primer bimestre dio paso a un aumento de precios en marzo²⁶. En dicho mes, los precios externos expresados en pesos uruguayos crecieron 1.7% y en mucho de los rubros en que se registraron aumentos de precios, se habría verificado un incremento de la rentabilidad del comercio minorista.

Los costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera²⁷, del sector productor de bienes transables internacionalmente, han mostrado una tendencia estable en los últimos nueve meses, por lo que no han significado una presión sobre los precios.

aquellos bienes que estaban 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. Para calcular las ponderaciones de los indicadores de márgenes de comercialización así obtenidos se parte de las que se utilizan en el IPC. Los datos corresponden al período agosto 2001 – marzo 2005, lapso para el cual está disponible el IPPN.

²⁶ La deflación de 0.9% del primer bimestre fue seguida por un aumento de precios de 0.57% a nivel del grupo de bienes transables internacionalmente que no contiene a la carne, los lácteos, los cigarrillos y la vestimenta, rubros que se destacan por su estacionalidad, sus shocks de oferta o sus ajustes de precios discontinuos.

²⁷ Se comparó el valor en pesos corrientes del salario líquido con el del producto medio. Los datos de salarios provienen de la encuesta del Índice Medio de Salarios, los del producto se calculan en el BCU y los de empleo son los relevados por la Encuesta de Hogares. Los datos del primer trimestre de 2005 son estimados. Se corrigieron los datos de salarios para que no reflejaran el aumento del salario líquido percibido por los trabajadores ante la disminución de las tasas del Impuesto a las Retribuciones Personales ya que dicha rebaja no afecta el costo de la mano de obra

La buena temporada turística y la recuperación del ingreso de los hogares uruguayos habrían contribuido al encarecimiento de 0.5%²⁸ que los bienes y servicios transables regionalmente registraron en el primer trimestre de 2005. La evidencia empírica disponible sugiere que se habrían producido aumentos de rentabilidad en la comercialización minorista de la vestimenta, la lectura recreativa y las comidas fuera del hogar.

Entre los bienes y servicios no transables se destaca:

- ✓ El ajuste del servicio doméstico del mes de enero ya mencionado
- ✓ La rebaja de las tarifas de ANCAP y del boleto
- ✓ Los usuales ajustes de precios del primer trimestre en la salud y en la enseñanza
- ✓ La incidencia de la evolución del dólar en algunos sectores vinculados al transporte
- ✓ Los aumentos de precios de aquellos rubros que se destacan por la utilización más intensiva del factor trabajo.

Inflación subyacente

La evolución de los distintos indicadores de inflación subyacente considerados sería consistente con el objetivo inflacionario fijado por el Banco Central en la última reunión del Comité de Política Monetaria.

En efecto, las estimaciones arrojan una inflación subyacente de 4.4%, 6.8% y 5.4% - según el método utilizado²⁹- para el año culminado en marzo de 2005.

²⁸ Sin frutas ni verduras.

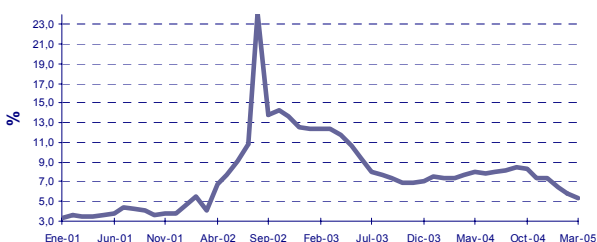
²⁹ Variación acumulada en abril 2004-marzo 2005 del componente tendencia-ciclo de la media trunca ponderada, de la media ponderada corregida por variabilidad y del primer componente principal del conjunto de variaciones mensuales de precios al consumo, respectivamente

Presiones inflacionarias

En los próximos meses, el proceso de crecimiento que experimenta la economía uruguaya, así como los cambios en el contexto tanto nacional como internacional pueden llegar a generar presiones inflacionarias. En particular, la atención de la política de control de la inflación tiene que prestar atención a:

- ✓ El posible agotamiento de la capacidad instalada ociosa, lo que favorecerá una recuperación más vigorosa de los márgenes de comercialización y de producción
- ✓ Un aumento más fuerte de los ingresos de los hogares puede propiciar un traslado a precios del aumento del costo unitario de la mano de obra observado en los sectores de servicios para así recuperar márgenes de explotación que posiblemente se hayan visto muy deteriorados en los años de recesión.
- ✓ En un escenario probable de caída de desempleo y de debilitamiento del crecimiento de la productividad del factor trabajo, parece factible que el aumento de los costos unitarios de la mano de obra se generalice para también alcanzar a los sectores transables.
- ✓ Es probable que el país vuelva a enfrentar un shock de oferta negativo derivado de la evolución del precio del petróleo.
- ✓ Según la encuesta de expectativas inflacionarias, los agentes económicos están esperando una tasa de inflación cercana al techo del rango meta del BCU. Estas expectativas inflacionarias incidirán en los ajustes de precios y salarios

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL
variación anual componente tendencia ciclo



ANEXO: LA INFLACION SUBYACENTE

Para poder extraer conclusiones sobre la inflación subyacente, se construyeron tres indicadores cuya evolución tendría un poder predictivo “razonable” de la tasa de variación anual del IPC

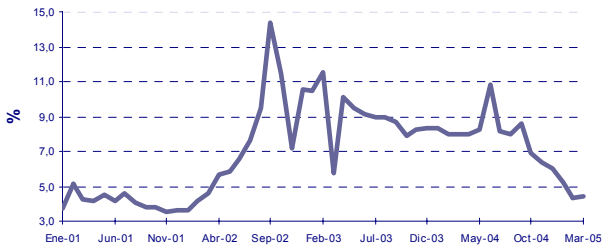
INFORME DE POLITICA MONETARIA

doce meses adelante. Téngase presente que el objetivo último de la autoridad monetaria es que dicha variación se encuentre en un rango preestablecido y que el horizonte de la política monetaria es de un año.

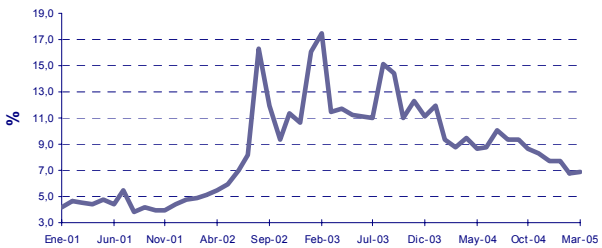
Cada mes T se procede de la siguiente forma:

- 1) Se calculan la media trunca ponderada, el primer componente principal y la media ponderada corregida (ver recuadro aparte) de un conjunto de variaciones mensuales de precios al consumo
- 2) Se estima el componente tendencia ciclo de dichos estadísticos recurriendo a todos los datos disponibles hasta el mes T.
- 3) Se calcula la variación anual al mes T del componente tendencia ciclo estimado en 2).

MEDIA TRUNCA PONDERADA
variación anual componente tendencia ciclo



MEDIA PONDERADA CORREGIDA
variación anual componente tendencia ciclo



INFORME DE POLITICA MONETARIA

INDICADORES DE INFLACION SUBYACENTE

	2004			2005		
	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo
(1) Media trunca ponderada						
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	6.87	6.37	6.00	5.20	4.37	4.40
(2) Media ponderada corregida por variabilidad						
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	8.65	8.24	7.72	7.70	6.79	6.85
(3) Primer componente principal variaciones mensuales de precios al consumo						
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	8.29	7.43	7.39	6.38	5.87	5.40

(*) Estimado en función de la información que se dispone en cada mes.

Media trunca ponderada: Se comienza calculando el promedio simple \bar{x} y la desviación standard s de las variaciones mensuales de precios al consumo del mes. Se consideran los 310 artículos que componen la canasta del IPC y el período abril 1997 – marzo 2005. Se descartan aquellas variaciones que no estén incluidas en el intervalo $\bar{x} \pm s$. Las ponderaciones de las restantes variaciones mensuales reflejan las empleadas en el cálculo de la variación del IPC. Se las corrige para que sumen 1.

La ventaja de este tipo de medida con respecto a las que eliminan definitivamente a ciertos rubros del IPC por su excesiva volatilidad en el período que se considere, es que las series de precios se eliminan previa evaluación de la distribución de las variaciones mensuales de **cada mes**, pudiendo variar los rubros que se descartan en cada período. De esta forma disminuye el riesgo de perder información potencialmente valiosa.

Media ponderada corregida por variabilidad: Para el cálculo de este estadístico se tuvieron en cuenta los 310 artículos que componen la canasta del IPC. Se construyeron series que muestran los cambios de precios relativos implícitos en el IPC. Dichas series se calculan comparando la variación mensual de cada precio considerado con la del IPC. Para el período abril 1997 – marzo 2005, se calcula la desviación standard de las series así obtenidas. Cada una de las ponderaciones utilizadas en el cálculo de las variaciones del IPC se corrige por el inverso de las correspondientes desviaciones standard.

Con esta medida no se descarta ninguna variación de precios, evitando perder información potencialmente útil. Se disminuyen las ponderaciones de las variaciones más volátiles, en el entendido de que la señal inflacionaria que emiten es de poca calidad.

Primer componente principal: Se calcula el primer componente principal correspondiente a 74 series que muestran las variaciones mensuales de precios al consumo. La muestra utilizada corresponde al período enero de 1989 – marzo de 2005 y se consideran todos los precios incluidos en el IPC.

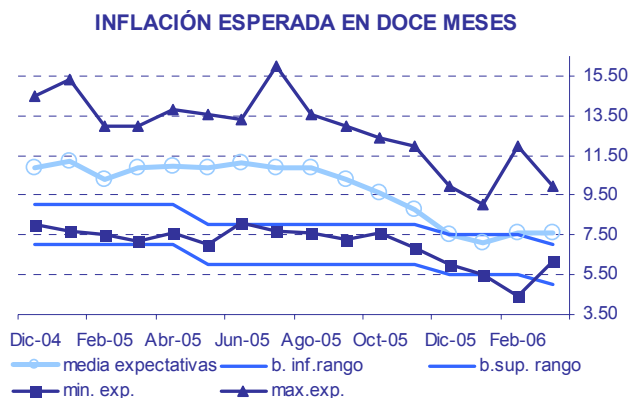
LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO

Presentación de la encuesta

A principios de 2004, el Banco Central del Uruguay comenzó a relevar la encuesta mensual de expectativas de inflación. A través de este instrumento, la autoridad monetaria busca dos objetivos fundamentales. En primer lugar, la encuesta le brinda al Banco Central la percepción del sector privado con respecto al fenómeno inflacionario y los efectos que sobre él tiene la política monetaria. En segundo lugar, en la medida que las expectativas de inflación influyen en las decisiones de portafolio, gasto y de fijación de los contratos salariales, la encuesta contribuye a la toma de decisiones del sector privado.

Orientada a un grupo de instituciones y formadores de opinión, la encuesta releva las expectativas de inflación para cuatro horizontes claves: el mes siguiente, el trimestre calendario en curso, el año calendario en curso y los siguientes doce meses.

El horizonte relevante para la política monetaria es el de los siguientes doce meses. Dado el plazo que toma en promedio en tener efectos la política monetaria, el Banco Central del Uruguay ha decidido fijarse objetivos de inflación doce meses para adelante. Los restantes plazos tienen importancia para el mercado financiero.

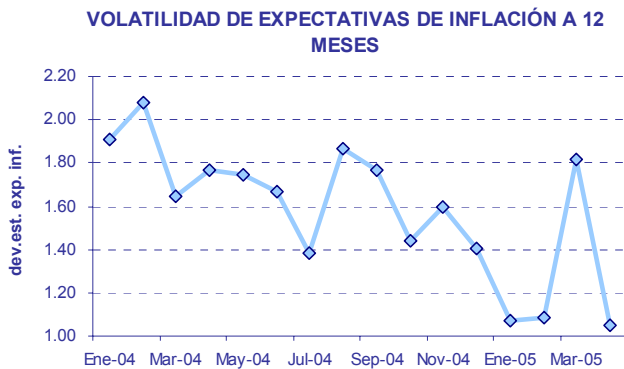


Resultados recientes

En el último informe trimestral de política monetaria, correspondiente al cuarto trimestre de 2004, se señalaba la existencia de un proceso sostenido de corrección a la baja de las expectativas inflacionarias relevadas en la encuesta mensual. En ese sentido, se destacaba la tendencia convergente del promedio

de los pronósticos de inflación a doce meses -período relevante para la política monetaria-, hacia el rango objetivo establecido por la autoridad monetaria. Dicho proceso, que comenzó a mediados de 2004, fue particularmente acentuado en el último trimestre del año. Fue acompañado, además, de una reducción importante en la volatilidad de los pronósticos a ese horizonte temporal.

En el primer trimestre de este año se mantuvo, al principio, una cierta continuidad con el proceso señalado anteriormente. Así, la inflación esperada en promedio para los siguientes doce meses se ubicó, en febrero y por primera vez desde que se realiza la encuesta, dentro del rango objetivo (que había sido modificado a la baja en diciembre, de 6-8% a 5.5-7.5%). Además, la volatilidad de los pronósticos a doce meses de febrero se ubicó en un mínimo histórico.



No obstante, sobre el final del trimestre, en la encuesta de marzo, se verificó una reversión de la tendencia antes señalada. En efecto, luego de verificarse una caída continua en las expectativas inflacionarias desde mediados de 2004, la inflación esperada para los próximos doce meses aumentó ese mes a 7.63% mostrando, además, gran dispersión en las respuestas obtenidas (el desvío estándar de las proyecciones a doce meses aumentó abruptamente). En la encuesta de abril, último dato relevado, las expectativas a doce meses se mantuvieron en el nivel del mes anterior (el promedio se ubicó en 7.60%), ahora con un nivel de consenso muy significativo (el desvío estándar de los pronósticos alcanzó un nuevo mínimo histórico). Teniendo en cuenta la reciente reducción del rango objetivo de 5.5 - 7.5% a 5 - 7%, el nivel de inflación esperada para los próximos doce meses se ubicó, entonces, 60 puntos básicos por encima del borde superior de dicho rango.

Por otra parte, si bien el horizonte temporal correspondiente al año calendario (doce meses a diciembre 2005) no es el relevante para la política monetaria, cabe resaltar que el promedio de las expectativas a dicho horizonte sigue siendo corregido a la baja (en abril se situó en 6.77%) y se ubica dentro del rango objetivo establecido en diciembre de 2004. Esta diferencia de percepción

INFORME DE POLITICA MONETARIA

entre la inflación esperada para el año 2005 y para los próximos doce meses estaría dando cuenta de que los agentes esperan la existencia de presiones inflacionarias en el horizonte mediano.

IV. La política monetaria en el período y la evolución reciente de la economía

La política monetaria

A comienzos del año 2003 el Banco Central del Uruguay (BCU) puso en práctica una política monetaria basada en un régimen de agregados monetarios. El sistemático cumplimiento de los anuncios realizados en el marco de este régimen ayudó en el proceso de recuperación gradual de la credibilidad del mercado, permitiendo introducir cambios en la política monetaria, la que, sin llegar a ser un régimen de objetivos de inflación, comenzó a poner un énfasis creciente en el objetivo final de toda política monetaria: la evolución de los precios.

Es en este nuevo marco que a fines del primer trimestre del 2004 se introdujo un cambio en la forma en que se establecen los compromisos de base monetaria (BM), los cuales pasaron a basarse en un rango objetivo para la variación de dicha variable, en lugar de compromisos puntuales. Este cambio, que buscó trasladar el foco de los anuncios hacia el compromiso con la estabilidad de los precios, permitió que la autoridad monetaria dispusiera de mayor flexibilidad en el uso de sus instrumentos. De esta forma, a comienzos de cada trimestre el BCU fija internamente un objetivo puntual de BM, en función del cual monitorea el funcionamiento del mercado, y que modifica toda vez que considere oportuno.

Es con la misma filosofía de mejora del régimen que desde comienzos del año 2004 el BCU aplicó esfuerzos en la revisión de los modelos de estimación, la depuración de series estadísticas de base, la creación de instrumentos a través de los cuales incidir sobre el comportamiento del mercado, al tiempo que se continuó avanzando en materia de dotar de mayor transparencia el funcionamiento del mercado, difundir información y fortalecer los

INFORME DE POLITICA MONETARIA

canales de relacionamiento con la sociedad y avanzar en el proceso de desdolarización de la economía.

Entre los instrumentos introducidos en el transcurso del año 2004, se destacan los REPOs revertidos y los contratos a término de moneda extranjera. La introducción de los REPOs en abril de 2004 proporcionó a la autoridad monetaria un mecanismo de inyección de liquidez que, al operar por montos y plazos predeterminados, permite un manejo más afinado de los agregados monetarios. A pesar de que no se hizo un uso muy intensivo de este instrumento su importancia radica en que, hasta ese momento, las compras de divisas eran el único mecanismo de que disponía el BCU para inyectar liquidez. Los contratos a término de moneda extranjera, que se enmarcan en el proceso de mejoramiento del funcionamiento del mercado que ha venido siguiendo el BCU desde la instauración del régimen de tipo de cambio flexible, se hicieron operativos a partir del tercer trimestre del 2004 con el objetivo de brindar una mayor certeza a los agentes sobre la evolución del tipo de cambio.

En el marco del objetivo de reducir la dolarización de la economía asumido por el BCU, dentro del cual propiciar el uso de la unidad indexada (UI) juega un rol central, la autoridad monetaria continuó emitiendo Letras de Regulación Monetaria (LRM) nominadas en UI a lo largo del año 2004. De hecho estos instrumentos aumentaron su participación dentro del circulante total de títulos emitidos por la autoridad monetaria desde el 50% que mostraban a fines del año 2003 a 70% el 31/12/2004.

Por otra parte, los objetivos que el BCU fue adoptando dentro del marco de su competencia, pero en materias distintas de la monetaria, no primaron sobre los objetivos de política monetaria, sino que se buscó una articulación entre los mismos. Esta afirmación se fundamenta en que las modificaciones de las metas operativas en base a las cuales se realiza el seguimiento monetario siempre respondieron a la evolución del objetivo de precios y a la evaluación de los riesgos por parte de la autoridad monetaria, y que las variaciones de la oferta primaria derivadas de decisiones del BCU en ámbitos distintos al monetario siempre

fueron compensadas mediante el uso de los instrumentos de que se dispone. De la misma forma se operó con relación a las variaciones de la oferta primaria de dinero derivadas de las operaciones del Gobierno Central (GC).

Finalmente, en el transcurso del año 2004 el BCU comenzó un proceso de análisis profundo de su funcionamiento, que en lo que a política monetaria se refiere se concentró en definir las responsabilidades existentes dentro del proceso de toma decisiones, buscando formalizar las distintas instancias que involucra el funcionamiento actual de la política monetaria. La filosofía que está guiando este proceso, dentro de la cual destaca que el objetivo central de la política monetaria es la estabilidad macroeconómica por lo que su horizonte temporal trasciende el ciclo político, quedó de manifiesto en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) en diciembre de 2004 en el cual participó el Directorio en ejercicio y el futuro Presidente del BCU designado por las autoridades electas en octubre de 2004.

El manejo de corto plazo de la política monetaria

Como fuera mencionado, durante el pasado año 2004 el objetivo de precios adquirió un rol central en la política monetaria, cuyo manejo de corto plazo fue ajustado toda vez que se percibió que la evolución seguida por los precios se apartaba de los objetivos que en materia de inflación se habían fijado para el año.

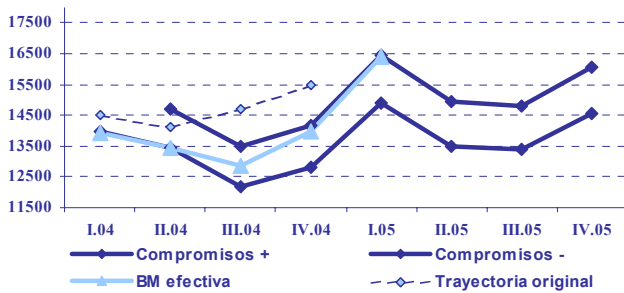
Es en este nuevo marco que, frente a la percepción de mayores presiones inflacionarias en el primer trimestre del año, el BCU adopta una política de manejo de la base monetaria (en adelante BM) de corte restrictivo. Entre marzo y setiembre el manejo de la oferta de dinero primario, en un contexto en el cual persistían los riesgos de presiones inflacionarias fue cauteloso. Es así como la autoridad monetaria introdujo ajustes a la baja en las metas que fueran anunciadas en diciembre de 2003 en el transcurso del

primer trimestre³⁰ y en oportunidad de las reuniones del COPOM celebradas a fines del primer y del segundo trimestre del año 2004.

Al cabo de los primeros nueve meses del año fueron evaluados positivamente los resultados alcanzados a partir de los esfuerzos monetarios realizados por lo que, aún cuando los precios evolucionaban por encima del rango objetivo, el Comité de Política Monetaria, en su reunión de fines de setiembre de 2004, entendió que no se justificaba una profundización de los mismos. Por tanto, fueron ratificados hasta setiembre de 2005 los rangos objetivo para la variación de la BM vigentes desde el mes de julio.

Sin embargo, en el cuarto trimestre el escenario en que operaba la política monetaria se reveló diferente al proyectado, evidenciando que las expectativas de los agentes se mantenían alineadas y que la incertidumbre asociada al ciclo electoral estaba incidiendo menos que lo previsto. En particular, y ya a comienzos de octubre, comenzaron a percibirse indicios de presiones deflacionarias, que a medida que el trimestre avanzó fueron confirmándose. En este sentido debe recordarse que el IPC experimentó una reducción de 0,5% en dicho trimestre.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos



Compromisos son los vigentes en cada período. (+) es límite superior y (-) corresponde a límite inferior. La trayectoria original corresponde a las metas anunciadas en el Informe de Política Monetaria del IV Trimestre de 2003.

En este contexto se flexibilizó en forma paulatina la meta operativa con la que se venía monitoreando la política monetaria. En un primer momento se incrementó la oferta primaria de dinero a través de un uso activo de REPOs, hasta que a fines de noviembre, se adoptó formalmente la decisión de aumentar la meta operativa de BM trimestral, la cual quedó fijada en un nivel 1,9% inferior al techo del rango objetivo. En la medida que el objetivo del BCU es incidir sobre la evolución de los medios de pago (M1)³¹, la flexibilización de la meta operativa de BM se complementó con la eliminación de la facilidad de depósitos

³⁰ El 20/02/2004 el BCU comunicó su decisión de reducir la meta vigente para el mes en curso de \$ 14.500 millones a \$ 13.950 millones.

³¹ El agregado monetario M1 se define como circulante en poder del público más depósitos a la vista en moneda nacional del sector privado no financiero, Empresas Públicas y Gobierno Departamentales en los bancos comerciales (bancos privados, casas financieras y cooperativas de intermediación financiera, BROU y BHU) y otros depósitos en moneda nacional de instituciones no bancarias en el BCU.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

rentados en moneda nacional, buscando de esta forma reducir los incentivos que tienen los bancos para el mantenimiento de reservas voluntarias.

Finalmente la flexibilización dispuesta por el BCU alcanzó todo lo que el rango anunciado lo permitía, alcanzando la BM promedio trimestral un nivel (\$ 13.970 millones) que resulta ligeramente inferior al del límite superior del rango objetivo que se había anunciado (\$ 14.149 millones), en tanto que los precios se ubicaron en línea con los anuncios que la autoridad monetaria había realizado a comienzos del año.

El Comité de Política Monetaria, en su reunión del 28/12/2004, fijó su objetivo de precios para los siguientes doce meses en el intervalo 5,5% - 7,5%. Las decisiones adoptadas en materia de oferta primaria de dinero convalidaron el inicio de una instancia más holgada de política monetaria, ya que el Comité dispuso una corrección al alza del rango objetivo de variación de BM que se encontraba vigente. La conveniencia de este ajuste al alza se fundamentó en que su adopción no entrañaba mayores riesgos en materia de precios, -dado que todos los indicadores sugerían que el escenario continuaría mostrando una tasa decreciente de inflación-, y que resultaba consistente con una relativa estabilidad en el mercado de dinero, objetivo subsidiario de la política monetaria.

En el transcurso del primer trimestre de 2005 el BCU también debió apelar a la flexibilidad implícita en el actual régimen. En efecto, la necesidad de flexibilizar la meta operativa de BM se hizo evidente ya en la segunda mitad del mes de enero, cuando se percibió que la demanda de medios de pago de la economía crecía a un ritmo superior al esperado, fenómeno básicamente asociado con la buena temporada turística que se estaba desarrollando. En ese contexto, y en la búsqueda de evitar un rebrote de las presiones deflacionarias de fines de 2004, es que se adopta la decisión de incrementar en forma gradual las metas operativas en función de las cuales se realiza el seguimiento monetario diario. Finalmente esta meta operativa se ubicó en

niveles muy cercanos al límite superior del rango de variación de la BM que se había anunciado en el mes de diciembre.

Los primeros meses de 2005

Como ya se vió en el año 2004 la economía uruguaya mostró un gran dinamismo, a la luz de un entorno externo predominantemente favorable y de un buen desempeño de las variables domésticas. De este modo, el año cerró con una tasa de crecimiento del PIB de 12,3%, determinando un arrastre estadístico de 3,7% para el año 2005.

Las cifras disponibles de los primeros meses de 2005 continúan mostrando un escenario favorable, aunque pueden percibirse algunos signos de desaceleración.

Las solicitudes de exportación crecieron 16,2% en dólares corrientes en el primer trimestre del año respecto a igual período del año anterior, lo que implica una reducción de la tasa de crecimiento registrada en los meses anteriores³². En tanto, las importaciones de bienes, excluyendo petróleo y destilados, exhibieron un aumento de 41% en los dos primeros meses del año, destacándose especialmente el incremento de las compras de bienes de capital (106%). Otros indicadores indirectos de gasto, como la recaudación de la DGI y las importaciones de bienes de consumo, continuaron registrando resultados satisfactorios³³.

Sin embargo a nivel sectorial debe señalarse la desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad industrial en el primer bimestre del año (6,2% sin incluir la Refinería). El sector agropecuario, si

32. Sin embargo, debe considerarse la existencia de un “ efecto calendario” que afecta la comparación de ambos períodos, en la medida que la semana de turismo en 2005 cayó en el mes de marzo, mientras que en 2004 fue en el mes de abril.

33. La recaudación de la DGI se incrementó 12,2% en términos reales en los dos primeros meses del año respecto a igual período del año anterior. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 41% medidas en dólares en el período.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

bien se ha visto influido negativamente por la sequía que azota a la zona noreste del país, habría continuado incrementando la producción, tanto de los cultivos como de la actividad pecuaria. También debe destacarse el aumento del nivel de actividad derivado de la muy buena temporada turística.

Dicha situación incidió favorablemente en el mercado de trabajo. En efecto, de acuerdo a las últimas cifras divulgadas por el INE correspondientes al trimestre móvil cerrado en febrero, pudo apreciarse una mejora del empleo en los primeros meses del año, adicional a la registrada en el último tramo del año 2004³⁴.

El mercado financiero local, por su parte, se caracterizó en los primeros meses del año por una gran tranquilidad en el mercado de cambios y de tasas de interés, lo que puso de manifiesto la escasa o nula incertidumbre que despertó el cambio de gobierno. En lo que refiere al sistema bancario, en los primeros días de marzo, la actividad de COFAC fue suspendida preventivamente por el Banco Central, debido a una situación de insuficiencia patrimonial. Tal circunstancia fue superada rápidamente y a mediados de dicho mes fue autorizada a operar nuevamente por la autoridad monetaria, luego de la presentación de un plan de readecuación patrimonial. El resto del sistema financiero operó con tranquilidad en el período.

Finalmente, como se vió en detalle en la sección III del presente Informe, en los últimos meses del año la inflación subyacente transitó una senda consistente con el objetivo inflacionario fijado por el Banco Central. Hasta el momento, si bien la rápida recuperación de la actividad económica no ha provocado presiones inflacionarias significativas, debe señalarse la existencia de ciertos riesgos a ser considerados en el futuro próximo. De acuerdo a la encuesta de expectativas que releva el BCU, las expectativas inflacionarias de los agentes, luego de una evolución descendente, a partir del mes de marzo se ajustaron al alza,

34. El empleo repuntó en el trimestre móvil finalizado en febrero 3,4% respecto al último trimestre del año. Se estima que en el primer bimestre se habrían creado alrededor de 9.500 puestos de trabajo en todo el país.

ubicándose en la actualidad en el techo del rango de la meta establecida por el BCU.

La base monetaria

Grado de cumplimiento de la meta operativa y manejo de la oferta primaria de dinero

Como fuera comentado antes, en el actual régimen de rangos objetivos para la variación de la BM, el BCU establece internamente las metas operativas en función de las cuales se monitorea la política monetaria. A lo largo de todo el período analizado, y tal como puede observarse en el cuadro adjunto no se han producido desvíos sustanciales respecto a dichos objetivos operativos.

El máximo desvío (0,6% por exceso) se verificó en el cuarto trimestre de 2004 cuando el manejo de las disponibilidades por parte del GC se apartó de su pauta habitual generando dificultades al BCU para compensar las variaciones no deseadas de la oferta de BM, las cuales dado su signo, y en atención al contexto en que se estaba operando, no resultaron preocupantes.

En el primer trimestre del presente año, el objetivo operativo de BM, que como se mencionó antes se fue ajustando al alza en el transcurso del trimestre, terminó ubicado en \$ 16.396 millones, 0,4% por debajo del límite superior del rango objetivo de variación de BM. La BM promedio del trimestre alcanzó \$ 16.345 millones mostrando un desvío, por defecto, respecto al objetivo operativo vigente de 0,3%, equivalente a \$ 66 millones. Este desvío se materializó en el mes de marzo, originándose, básicamente, en las dificultades que encontró el BCU para compensar las variaciones en la oferta de BM como consecuencia del manejo de disponibilidades en moneda nacional del GC. Este manejo se apartó de lo que es su pauta habitual, posiblemente como

BM OBJETIVO OPERATIVO Y BM EFECTIVA (*)

	Objetivo	Efectiva	Desvíos
I.2004	13.950	13.928	-0,2%
II.2004	13.407	13.429	0,2%
III.2004	12.823	12.848	0,2%
IV.2004	13.881	13.970	0,6%
I.2005	16.396	16.345	-0,3%
Promedio ult. 12 meses	14.030	14.148	0,2%

(*) Saldos promedio trimestrales en millones de pesos.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

consecuencia de los ruidos que se habrían introducido en la pauta intra-mensual que caracteriza el ciclo de ingresos-gastos del GC en el primer mes de asunción de las nuevas autoridades en el país.

Los componentes de la oferta de BM

A pesar de la política cuidadosa en materia de oferta primaria de dinero que siguió la autoridad monetaria durante los nueve primeros meses, en el año 2004 la BM monetaria experimentó un aumento de \$ 1.535 millones ya que la fuerte expansión del cuarto trimestre del año, \$ 4.297 millones, más que compensó la reducción experimentada en los trimestres previos. En el primer trimestre de 2005 esta variable ha experimentado una reducción de \$ 780 millones, lo que lleva a que en el año finalizado en marzo de 2005 la oferta de dinero primario se haya incrementado en \$ 2.235 millones.

FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA							
Flujos acumulados en millones de pesos							
	I.04	II.04	III.04	IV.04	2004	I.05	Ultimos 12 meses
1- Compras netas de moneda extranjera	1.502	1.515	1.263	1.891	6.171	3.409	8.078
Al Sistema Financiero	1.364	1.155	-109	192	3.569	4.302	5.541
Al Gobierno Central	138	360	1.371	1.700	2.602	-893	2.538
2- Crédito neto al Sistema Financiero	0	-370	-15	0	-385	0	-385
3- Crédito al Gobierno Central	0	102	0	0	102	0	102
4- Utilización disponibilidad m.n. GC-BPS	-1.106	15	914	811	635	-747	994
Amortización neta de letras de tesorería	-799	1.262	2.633	-22	4.178	-1.149	2.724
Intereses sobre títulos en moneda nacional	855	642	333	492	2.321	182	1.648
Compras netas de moneda extranjera	1.712	2.244	-189	1.981	5.748	2.355	6.391
Otros	-2.874	-4.132	-1.863	-1.639	-10.508	-2.135	-9.769
5- Déficit de BCU en moneda nacional	342	356	490	774	1.961	378	1.997
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	-2.172	-2.036	-3.656	899	-6.965	-3.815	-8.608
7- Otros	-46	-26	167	-78	17	-6	57
VARIACION TOTAL	-1.481	-443	-838	4.297	1.535	-780	2.235

Las operaciones de compra-venta de divisas realizadas por el BCU, tal cómo puede observarse en el cuadro, se constituyeron en la principal fuente de expansión de la oferta de dinero primario durante el transcurso del año 2004 y, de hecho aumentaron su ritmo en el primer trimestre del año 2005. En los doce meses finalizados en marzo de 2005 este factor da cuenta de un aumento

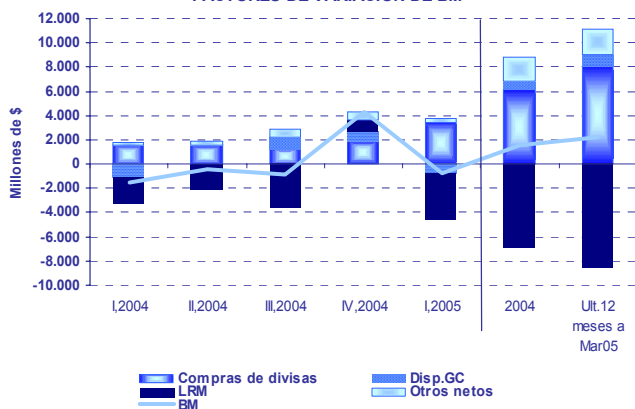
INFORME DE POLITICA MONETARIA

de la BM por \$ 8.078 millones, equivalente a compras por U\$S 301 millones.

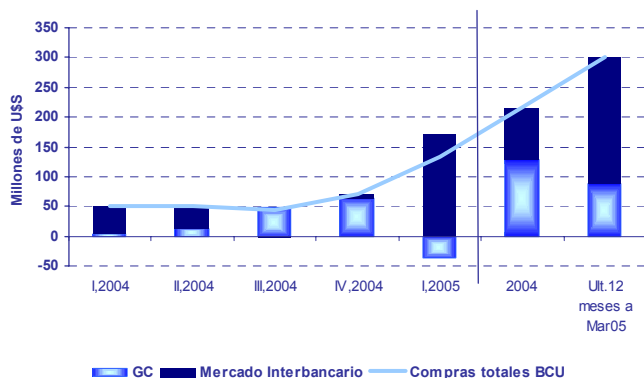
Desde la perspectiva de las compras de divisas del BCU pueden identificarse claramente tres períodos: el primer semestre del año 2004, la segunda mitad de dicho año y el período enero-marzo de 2005.

A comienzos del año 2004 el BCU estimó que las compras de divisas que debía realizar en el transcurso del año con el objetivo de cubrir sus necesidades ascendían a U\$S 100 millones, información que fue proporcionada al mercado en el marco de los esfuerzos para dotar de mayor transparencia a su funcionamiento. En atención a las presiones al alza sobre el tipo de cambio que podrían generarse en la segunda mitad del año como consecuencia del período electoral, se consideró conveniente concentrar dichas compras de divisas en la primera mitad del año. Es así como entre febrero y junio de 2004 el BCU realizó compras de divisas en el mercado interbancario por U\$S 85 millones, cifra que se eleva a U\$S 102 millones al considerar las compras realizadas al GC por fuera del mercado.

FACTORES DE VARIACION DE BM



COMPRAS DE DIVISAS DE BCU



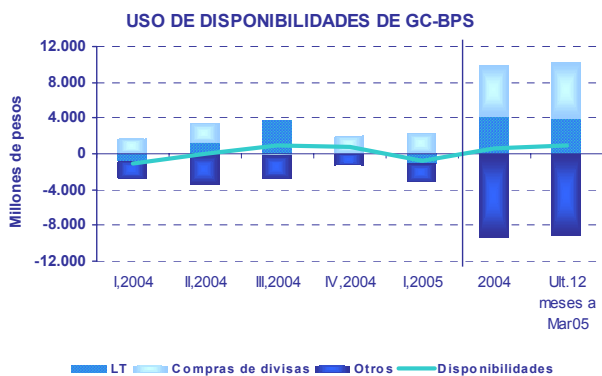
En la segunda mitad del año 2004 las compras de divisas, que alcanzaron U\$S 115 millones, estuvieron asociadas al comportamiento del GC, el cual adoptó en el período dos estrategias diferentes, pero que tuvieron un rasgo en común: la realización de ventas de divisas al BCU. La primera estrategia fue adoptada a partir del segundo trimestre de 2004 cuando el GC obtuvo financiamiento en moneda extranjera lo que introdujo un cambio en el manejo de sus disponibilidades en moneda nacional. A partir de ese momento el GC adopta una política de amortización del circulante de Letras de Tesorería (LT) en moneda nacional lo que, dada la restricción de sus disponibilidades en moneda nacional, lo llevó a vender divisas. Estas ventas, que de haberse canalizado en el mercado hubieran determinado presiones a la baja sobre el tipo de cambio, fueron realizadas a través del BCU y por tanto no resultaron neutras en términos de cantidad de dinero. La segunda estrategia fue adoptada a partir de noviembre, cuando el GC comenzó a realizar importantes

compras de divisas en el mercado, en un contexto en que se mantenía la situación restrictiva de sus disponibilidades en moneda nacional. Las consecuentes necesidades de pesos fueron cubiertas a través de la colocación de Letras de Tesorería y de ventas en el BCU de una parte sustancial de las divisas que adquiriría en el mercado.

Por último, en el primer trimestre de 2005 el BCU entendió que resultaba conveniente incrementar los activos de reservas en un contexto en el cual las compras de divisas por parte de la autoridad monetaria en el mercado interbancario reducirían la volatilidad y las fuertes presiones a la baja que experimentaba el tipo de cambio. Las compras de divisas que realizó el BCU en el mercado interbancario sumaron U\$S 170 millones en el trimestre, en tanto que se vendieron U\$S 36 millones al GC en el período.

En los tres períodos analizados el BCU compatibilizó sus objetivos de BM y los de compra de activos a través de la esterilización mediante la colocación de LRM. O lo que es lo mismo, el BCU debió financiar con colocación de LRM las compras de divisas que superaron las necesidades de inyección determinadas por las metas de BM vigentes en cada uno de los períodos considerados. En el caso de las compras de divisas realizadas al GC, y en tanto la expansión monetaria por ventas de divisas no se verifica si el GC no hace uso de los mayores fondos en moneda nacional que le quedan disponibles, dicha compatibilización se articuló con la utilización por parte del GC de estos fondos.

En este sentido al analizar la evolución de las disponibilidades del GC-BPS en el conjunto BROU-BCU en el transcurso del año 2004 se desprende claramente que el GC utilizó los fondos que obtuvo a partir de las ventas de divisas que realizó al BCU. Más aún, si bien el GC generó una fuerte contracción como consecuencia del superávit alcanzado en el transcurso del año (\$ 10.508 millones³⁵), el mismo fue más que compensado por las políticas seguidas tanto en materia de endeudamiento en moneda nacional como en compras de divisas. En efecto, los fondos obtenidos a partir de las



³⁵ Estimado a partir de la evolución del total de las cuentas en moneda nacional del conjunto GC-BPS en el BROU y en el BCU.

ventas de divisas realizadas al BCU (\$ 3.569 millones) unido al importante superávit en moneda nacional que alcanzó en el período, resultaron inferiores a los egresos en moneda nacional realizados por el GC, determinando una expansión de la oferta de dinero primario por esta vía que alcanzó \$ 635 millones. Los fondos así obtenidos se aplicaron, como ya fuera mencionado, a la cancelación de LT en moneda nacional (\$ 6.499 millones, de los cuales \$ 2.321 millones corresponden a intereses) y a la realización de compras de divisas en el mercado por \$ 9.317 millones (equivalente a U\$S 329 millones).

En el primer trimestre de 2005 el GC ha generado una contracción de BM como consecuencia de que los ingresos obtenidos a través del superávit alcanzado en el período (estimado en \$ 2.135 millones) y la colocación de LT, principalmente denominadas en UI, por \$ 3.598 millones, resultaron superiores a los egresos en que se debió incurrir. Estos últimos respondieron a la amortización de las LT en pesos que vencieron en el período (\$ 2.631 millones, de los cuales \$ 182 millones corresponden a intereses) y las compras de divisas realizadas tanto en el mercado (U\$S 58 millones), como en el BCU (U\$S 36 millones).

En sentido también expansivo operó el déficit en moneda nacional del BCU, el cual en el transcurso del año 2004 generó una expansión de \$ 1.961 millones y que en el primer trimestre de 2005 da cuenta de un aumento de la oferta de BM de \$ 378 millones. Los egresos derivados de los intereses pagados sobre las LRM son la principal explicación de este déficit. En efecto, en el año 2004 el 65% de los egresos en moneda nacional corresponden a este concepto y ese porcentaje alcanza 70% en el primer trimestre de 2005.

Finalmente, el BCU colocó LRM para asegurarse que la oferta de dinero primero se mantuviera en línea con las metas de BM que había adoptado. Es así como en el transcurso del año 2004 el BCU colocó en términos netos LRM por \$ 6.965 millones, cifra que se eleva a \$ 8.608 millones en los doce meses finalizados en marzo de 2005. Este último aumento está, básicamente, asociado con la política de compra-venta de divisas que el BCU siguió en el

LRM en UI en el circulante total de LRM



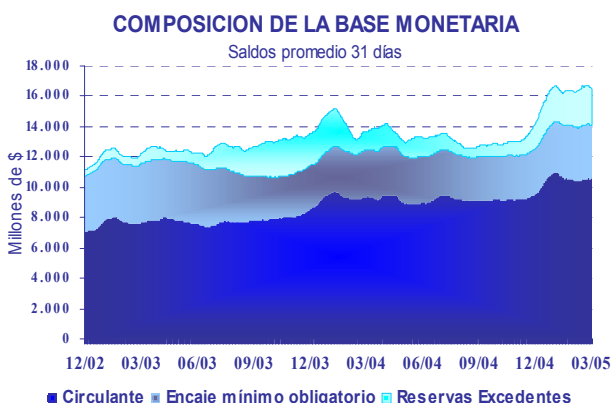
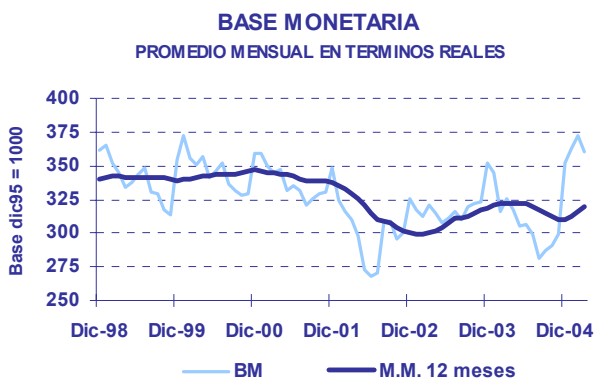
período y con un comportamiento del GC que resultó ligeramente más expansivo. En la medida que el BCU discontinuó la colocación de títulos en UI a partir del mes de enero, con el objetivo de no competir con el GC en este segmento del mercado, las Notas de Regulación Monetaria en UI redujeron su participación dentro del circulante total de títulos emitidos por el BCU desde el 70% que mostraban al 31/12/04 al 55% a fines de marzo de 2005.

Evolución de los medios de pago

La oferta de dinero primario, el multiplicador monetario y los medios de pago

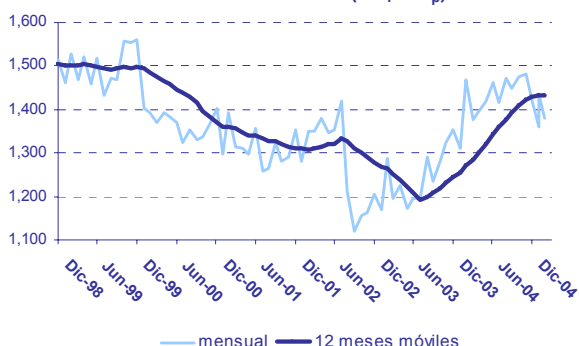
Prácticamente durante todo el año 2004 la BM mostró una tendencia decreciente, reflejo de la instancia restrictiva de política monetaria que aplicó el BCU en el período, mostrando un quiebre hacia fines de ese año y una marcada tendencia creciente en el primer trimestre de 2005, en respuesta a la instancia más expansiva de política monetaria que se puso en práctica a partir del último trimestre del pasado año. Es así como al cabo del primer trimestre del 2005 la BM, deflactada por IPC, se ubicó 11% por encima de la observada en igual período del año 2004.

El análisis por componentes de la BM proporciona una primera visión de los efectos que sobre los medios de pago de la economía ejercieron las distintas instancias monetarias implementadas por el BCU. En el primer trimestre del año 2004 la instancia restrictiva de política monetaria, materializada en una reducción de la BM de 1% en términos reales respecto al trimestre anterior, solo se reflejó en las reservas voluntarias. Sin embargo, en los dos trimestres siguientes esta restricción afectó a los componentes de la BM más asociados a los medios de pago: circulante en poder del público y encajes bancarios obligatorios. La instancia monetaria de signo más expansivo implementada a partir



del cuarto trimestre del año 2004 se reflejó principalmente en un aumento de las reservas voluntarias, que mostraron un incremento de casi 84% en términos reales respecto al trimestre anterior, aunque también se evidenciaron efectos en el circulante en poder del público y los encajes obligatorios los cuales se incrementaron 4,4% y 2,5%, respectivamente. Estas dos últimas variables mostraron tasas de crecimiento más significativas en el primer trimestre del presente año: 9,8% y 17,2%, respectivamente. De todas formas las reservas excedentes muestran una alta tasa de crecimiento en este trimestre (61%), en cuya evolución habría tenido particular incidencia el comportamiento de los agentes no bancarios.

MULTIPLICADOR (M1_p/BM_p)



El análisis anterior muestra el rezago con el cual va operando la política monetaria sobre los medios de pago de la economía, y en particular el efecto amortiguador que ejercen las reservas voluntarias; componente que absorbe en primer lugar los cambios en el manejo de la BM dispuesto por el BCU. Es así como una instancia expansiva, como la implementada a partir del último trimestre del 2004, genera en primer lugar un aumento de las reservas voluntarias, lo cual se refleja en una caída o una desaceleración del multiplicador monetario. A medida que los bancos se deshacen de las reservas no deseadas el multiplicador crece y el resto de los componentes de la BM, los más asociados a los medios de pago, comienzan a reaccionar.

RESERVAS EXCEDENTES

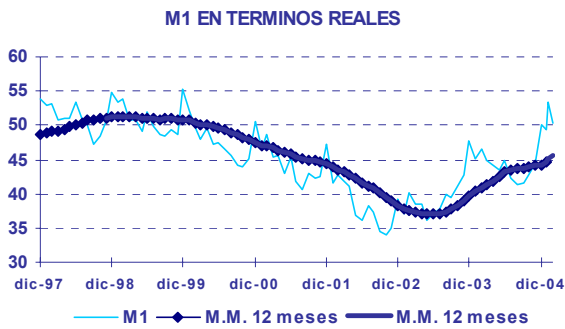
Saldos promedio 31 días



El multiplicador monetario que, en el marco del modelo utilizado por el BCU, relaciona el M1 fin de mes con la BM promedio, evidencia una clara desaceleración a partir de octubre de 2004, reflejando el efecto amortiguador ejercido por el significativo aumento de las reservas voluntarias.

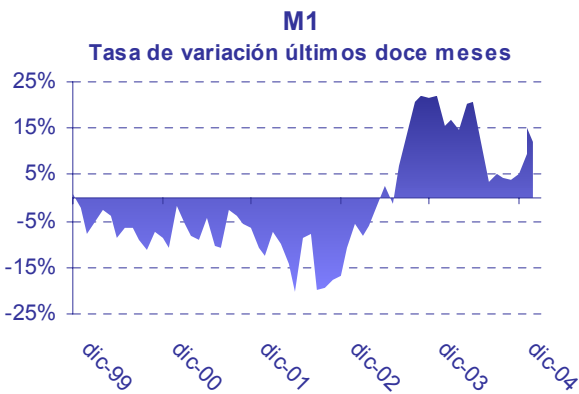
Estas últimas llegaron a representar en el mes de marzo el 13% de la BM, cuando en setiembre de 2004 este porcentaje se ubicaba en 6%. Tal como se ha venido argumentando, esta evolución y su consiguiente efecto amortiguador tienen carácter transitorio y están asociados al lento proceso de ajuste que lleva las reservas voluntarias al nivel deseado por los bancos. El supuesto detrás de esta afirmación es que no existieron

condiciones que justifiquen un aumento de la demanda por reservas voluntarias por parte de los bancos a partir del último trimestre del 2004. En este sentido, y tal como se analizará en detalle más adelante, no se experimentó una caída de los depósitos en moneda nacional en los bancos, los cuales si bien muestran un alto grado de liquidez, este no se ha incrementado abruptamente en los últimos dos trimestres. Por otra parte, las instituciones bancarias han mantenido la conducta expansiva en materia de colocaciones en moneda nacional.



A pesar de este comportamiento de los bancos, la instancia más expansiva de política monetaria implementada por el BCU se ha reflejado en la evolución de los medios de pago, tal como fue posible inferir del análisis por componentes de la BM. En efecto, en el primer trimestre de este año la BM se expandió 11% en términos reales con relación a igual trimestre de 2004, lo que unido a un leve aumento en el multiplicador monetario (1%) ha determinado que la oferta de medios de pago de la economía resultara 12% superior, en términos reales, a la existente en igual período del año 2004³⁶.

La demanda real de dinero



La demanda real de dinero, medida a través de la evolución de los medios de pago, esto es, del agregado monetario M1³⁷, se ubicó en el cuarto trimestre del año 2004 en un nivel 4% superior, en términos reales, al de igual período del 2003. En el primer trimestre del presente año experimentó un aumento de 11%, lo cual lleva a que en términos anuales la demanda real de dinero resulte en este período 12% superior, en términos reales, a la observada en el primer trimestre de 2004.

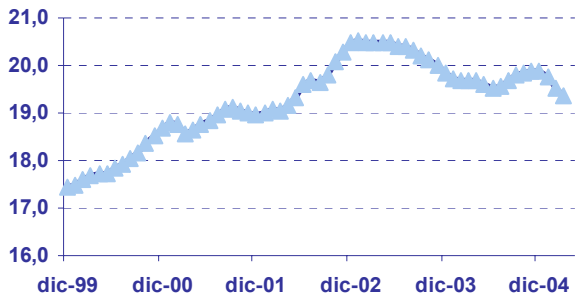
Luego de la desaceleración que experimentó la evolución del agregado monetario M1 en la segunda mitad del pasado año, ha evidenciado una recuperación desde comienzos del primer

³⁶ En base a datos preliminares y estimados a marzo de 2005.

³⁷ En base a datos preliminares y estimados a diciembre de 2004.

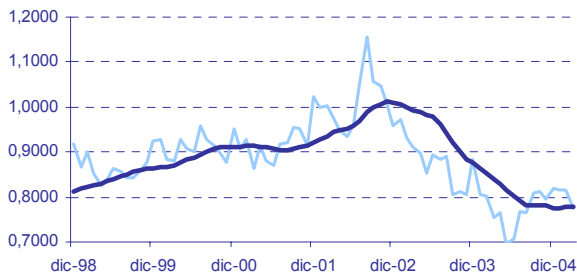
trimestre de 2005, mostrando tasas de variación doce meses más cercanas al rango mostrado desde mediados del año 2002.

VELOCIDAD DE CIRCULACION



En este sentido debe notarse que, luego del quiebre experimentado hacia fines del pasado año, la velocidad de circulación de dinero ha retomado la tendencia decreciente que la ha caracterizado desde mediados del año 2003. En efecto, esta variable, que debido a los efectos de la crisis financiera sobre las expectativas de los agentes experimentó un abrupto aumento en el 2002, ha mostrado una clara tendencia decreciente posteriormente. Este comportamiento resulta consistente con el contexto macroeconómico favorable en que se ha desarrollado la economía, y, en particular en el último período considerado, reflejando que el cambio de gobierno no habría generado mayor incertidumbre entre los agentes, a juzgar por la evolución mostrada por las principales variables financieras.

PREFERENCIA DEL PUBLICO POR CIRCULANTE



Las preferencias del público con relación a los distintos instrumentos que componen los medios de pago han mostrado una relativa estabilidad a partir de comienzos del segundo semestre de 2004. La preferencia del público por circulante, luego del abrupto aumento que experimentó como consecuencia de la crisis financiera del 2002, exhibió una marcada tendencia decreciente hasta julio de 2004. La evolución posterior parece indicar que una vez despejados los efectos de la crisis sobre la conducta de los agentes, y en un contexto macroeconómico favorable, esta variable ha retomado una senda de equilibrio. De hecho, en el primer trimestre de 2005 la situación creada en torno a COFAC parece no haber generado un aumento de la demanda por circulante, a diferencia de lo observado en situaciones similares en el pasado.

Otros desarrollos recientes en el sector monetario³⁸

Las tasas de interés

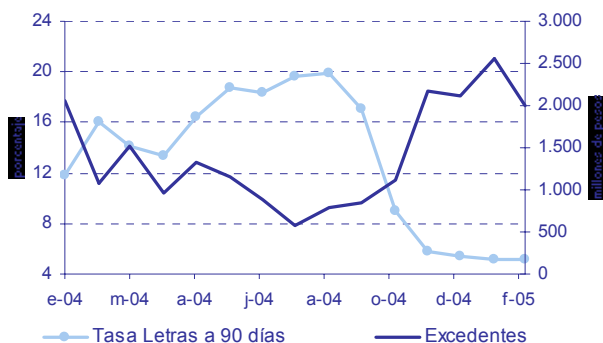
La evolución seguida por las tasas de interés en moneda nacional durante el año 2004 muestra dos períodos claramente diferenciados, consistente con las distintas instancias de política monetaria implementadas por el BCU.

En efecto, las tasas promedio de los instrumentos en moneda nacional colocados en el mercado primario por el BCU experimentaron una suba a partir del segundo trimestre del 2004, al tiempo que se ampliaron los plazos promedio de estos instrumentos. La tendencia de las tasa de interés de las Letras en moneda nacional se vuelven claramente creciente a partir del mes de mayo, alcanzando en setiembre 20.5%, 1232 puntos básicos por encima de los niveles promedios observados en diciembre de 2003. Las tasas call interbancarias mostraron un comportamiento similar, exhibiendo una tendencia creciente a partir de mayo del 2004, lo que se asocia a la menor holgura en términos de liquidez que experimentó el mercado, aunque manteniéndose en niveles bajos.

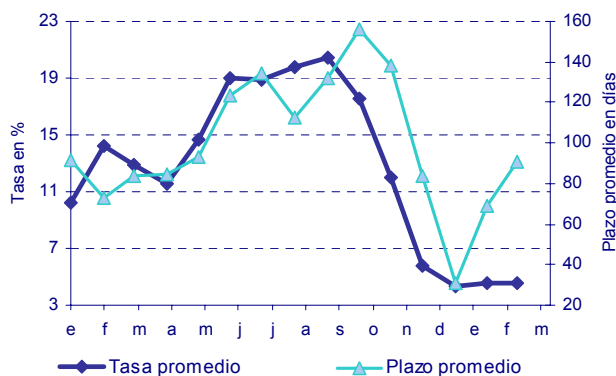
Conjuntamente con el aumento en las tasas se observó a partir de junio una reducción de las primas exigidas por los agentes para los instrumentos a mayor plazo, lo cual se manifestó en un aplastamiento de la estructura temporal de las tasas de estos títulos, posiblemente como resultado de cambios que se procesaron en las expectativas de los agentes. A fines del tercer trimestre el plazo promedio fue 132 días, con una concentración en los plazos de 90 y 180 días, en concordancia con los plazos de las operaciones forward que realizó el BCU.

En el segundo período, en el cuarto trimestre del 2004 se produce un alineamiento de las expectativas de inflación del mercado y se

TASA LETRAS MN Y EXCEDENTES



TASAS DE LETRAS MN Y PLAZO PROMEDIO ponderado por monto aceptado

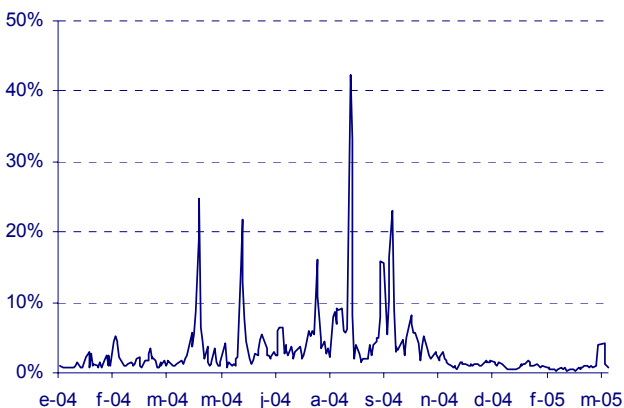


³⁸ Este capítulo se elaboró en base a información del sistema bancario disponible al mes de febrero de 2005.

pasa a una instancia más holgada de política monetaria, la cual se refleja en las tasas en pesos. Esta reacción fue más acelerada en las tasas de las letras, evidenciándose también en las tasas activas del sistema bancario y, en un volumen menor, en las tasas pasivas. Es así como, las tasas de las letras en pesos colocadas en el mercado primario pasaron de niveles superiores al 20% a fines de setiembre a menos del 6% a fines de diciembre.

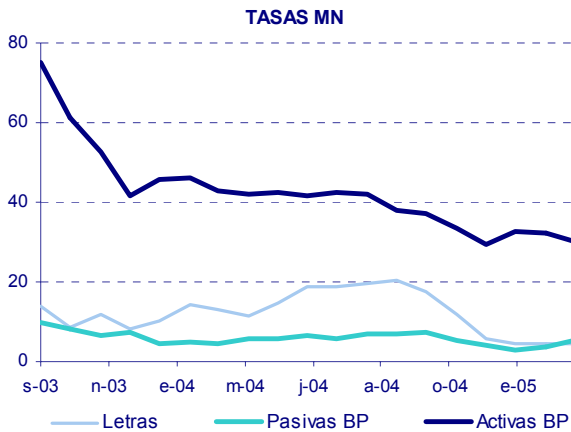
El manejo de corto plazo que se realizó incidió también en esta reducción de las tasas. De este modo, se operó directamente cortando por tasa en algunas licitaciones, tanto de pesos como de UI a mediados de noviembre, y posteriormente se optó por colocar a plazos cortos con el objetivo de concentrar vencimientos en diciembre. Además, la expansión de la oferta monetaria mediante la práctica de REPOS a tasas reducidas en la segunda parte de noviembre y la supresión de la disposición de depósito rentado en moneda nacional en el BCU, apoyaron en este proceso. En el mismo sentido, el haber ajustado al alza el objetivo operativo de base monetaria en la segunda parte del trimestre, derivó en un crecimiento de los niveles de excedente, que redujo notoriamente las necesidades de colocación de instrumentos de esterilización. Como contrapartida en el último bimestre del año se revirtió la tendencia a alargar los plazos de colocación, pasando de un plazo promedio máximo en octubre de 156 días a un plazo promedio de 84 días en diciembre.

TASA CALL INTERBANCARIA EN MN

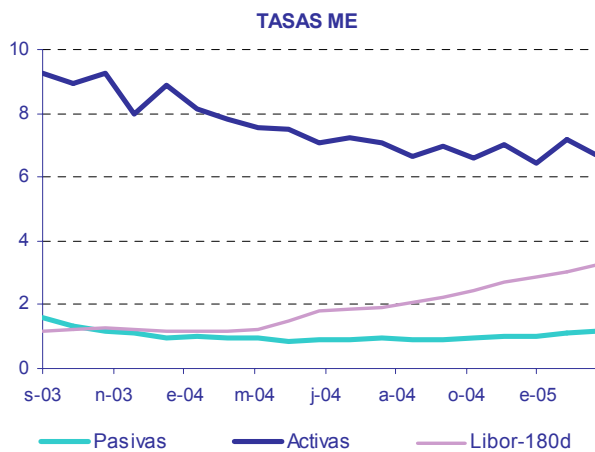


La tasa call interbancaria también manifestó una clara tendencia decreciente a partir del mes de setiembre, a la vez que se redujo ciertamente su volatilidad. Incidió en ello la eliminación a mediados de noviembre de la tasa mínima de referencia fijada por el BCU y el mantenimiento de mayores niveles de excedentes implícitos en la flexibilización del objetivo de base, y el hecho que el BCU intentó, mediante el intensivo manejo de repos, impedir que se crearan restricciones puntuales de liquidez en algún período del mes.

INFORME DE POLITICA MONETARIA



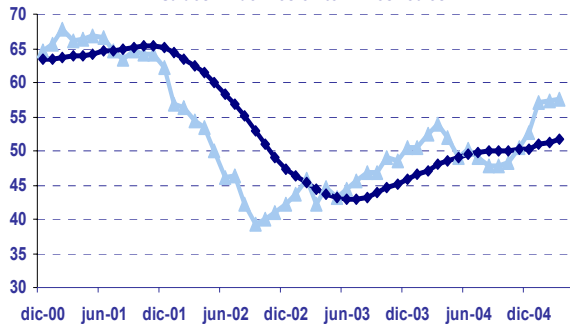
Las tasas pasivas pagadas por el sistema bancario en las operaciones efectivamente realizadas se incrementaron levemente hasta el tercer trimestre del 2004, para luego alcanzar el nivel más bajo a diciembre. Puesto que habitualmente acompañan los movimientos de las tasas de las letras en moneda nacional, sin embargo con un cierto rezago y en diferente magnitud, también se observó un aumento del spread existente entre ambas hasta el tercer trimestre del 2004, decayendo acentuadamente a fines del 2004. Por su parte, las tasas activas en moneda nacional aplicadas por el conjunto del sistema siguieron prácticamente incambiadas hasta el tercer trimestre del 2004, de ahí en adelante hasta culminar el 2004 presentaron un marcado decrecimiento, con una mayor reducción a nivel del agregado de la banca privada.



Las tasas activas en moneda extranjera del sistema bancario exhibieron una ligera tendencia decreciente a lo largo del año, pasando de niveles del 8,3% en diciembre del 2003 a 7,0% en diciembre del 2004. Por tanto, la evolución de estas tasas sigue la significativa reducción del riesgo país verificada en el segundo semestre del año, que recoge la percepción de un contexto más favorable. Las tasas pasivas en moneda extranjera se han mantenido estables a lo largo del 2004, mostrando apenas un ligero incremento en los últimos meses, comportamiento que contrasta con la evolución seguida en el período por las tasas internacionales y que posiblemente esté asociado con la reducción experimentada por las tasas en moneda extranjera pagadas por el BCU.

En este primer trimestre del año, el mantenimiento de un contexto macroeconómico caracterizado por bajas tasas de inflación fortaleció el proceso de reducción de las tasas de interés en moneda nacional, habiendo operado en el mismo sentido la instancia más holgada de política monetaria que aplicó el BCU en el período. Las tasas promedio en pesos de las LRM colocadas en el mercado primario a fines de diciembre estaban a niveles inferiores al 6% y a fines de marzo alcanzaron 5%.

DEPOSITOS EN MONEDA NACIONAL
Saldos fin de mes en términos reales



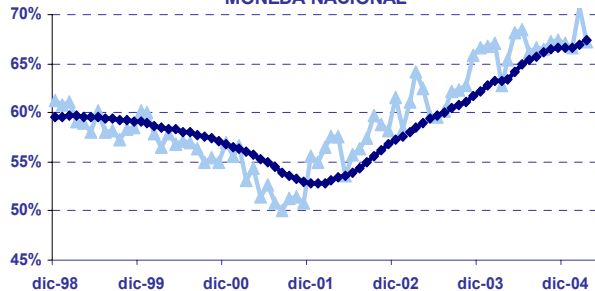
En enero se continuaron concentrando colocaciones a plazos relativamente cortos. En efecto, se pasó de un plazo promedio máximo en diciembre de 84 días a un plazo promedio de 31 días en enero. En los dos meses sucesivos se comenzó a realizar el esfuerzo para alargar los plazos de los títulos, ubicándose en 91 días el plazo promedio de los títulos colocados en el mes de marzo.

En el primer trimestre del año las tasas activas en moneda nacional presentan una leve tendencia creciente en comparación a diciembre del 2004, permaneciendo estable durante ese trimestre. Las tasas pasivas pagadas por el sistema bancario, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, continuaron mostrando un descenso hasta febrero, observándose un leve repunte en marzo, mes en el cual se ubicaron en 5.46% y 1,2% las tasas pasivas en moneda nacional y en moneda extranjera, respectivamente.

Los depósitos bancarios³⁹

Los depósitos en moneda nacional captados por el sistema bancario, luego de la abrupta caída experimentada como consecuencia de la crisis financiera del año 2002, exhiben una clara tendencia creciente a partir de mediados del año 2003, consistente con el contexto macroeconómico favorable en que ha operado la economía. Al cierre del año 2004 mostraban un crecimiento en términos reales de 4% con relación a diciembre de 2003, tasa que se ha elevado a 7% a fines de marzo de 2005.

PREFERENCIA POR LIQUIDEZ EN LOS DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL



El mayor dinamismo lo exhiben los depósitos vista y cajas de ahorro en moneda nacional, los cuales en el promedio del trimestre resultaron casi 15% superiores en términos reales a los existentes en el mismo período del año 2004. Por su parte, los depósitos a plazo en moneda nacional aunque presentan un leve

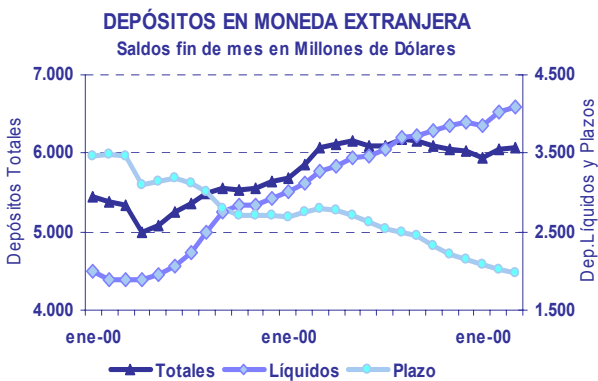
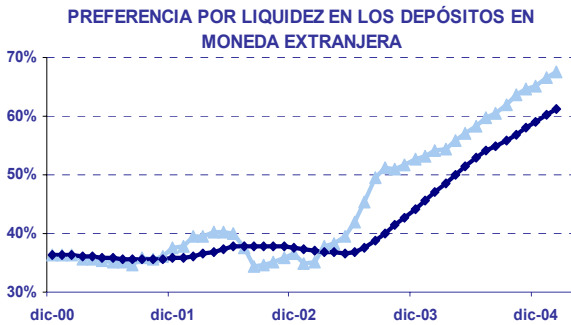
³⁹ En el caso de los depósitos en moneda nacional se ha trabajado con datos preliminares a marzo de 2005, en tanto que en los depósitos en moneda extranjera la última información utilizada corresponde a febrero de 2005.

crecimiento en el trimestre por primera vez en el último año, el mismo resulta muy modesto. En efecto, en el promedio del trimestre los depósitos a plazo en moneda nacional resultaron 2.4% superiores en términos reales que los existentes en el mismo período del año anterior.

Esta evolución se refleja en el mantenimiento de la marcada tendencia creciente que ha mostrado desde comienzos del año 2002 la preferencia por liquidez del público. Como fuera mencionado en informes anteriores, el origen de este fenómeno estuvo asociado al problema de expectativas generado por la crisis financiera del año 2002, el cual determinó que el público prefiriera activos financieros líquidos. En la medida que el contexto macroeconómico ha cambiado radicalmente respecto al 2002, la permanencia de este fenómeno parecería estar asociada a un nivel de tasas de interés que resulta insuficiente para compensar a los agentes por la pérdida de liquidez.

De todas formas existen dos elementos que merecen destacarse en la evolución reciente: por una parte que desde diciembre de 2004 parece percibirse una muy leve desaceleración en la tendencia creciente que muestra esta variable, y, particularmente, que la situación creada en torno a COFAC en el mes de marzo no parece haber incidido en la evolución de la misma.

En el caso de los depósitos en moneda extranjera de residentes en el sistema bancario se evidencia, al igual que en moneda nacional, una preferencia creciente por liquidez desde mediados del año 2002. Esta preferencia, que con anterioridad a la crisis alcanzaba valores del orden de 35%, cerró el año 2004 ubicada en un 65% y ha experimentado un aumento hasta 67% en el primer bimestre del año. Los cambios en el contexto macroeconómico operados en el año 2003 parecen no haber incidido en las preferencias del público, al igual que en el caso de los depósitos en moneda nacional.



En el año terminado en febrero de 2005 los depósitos a plazo en moneda extranjera alcanzan U\$S 6.073 millones, mostrando una tendencia claramente diferente según tipo de depósito. En efecto, mientras los depósitos más líquidos, vista y caja de ahorros, muestran un crecimiento de 25%⁴⁰ en los últimos doce meses, los depósitos a plazo se han reducido 29% en el mismo período.

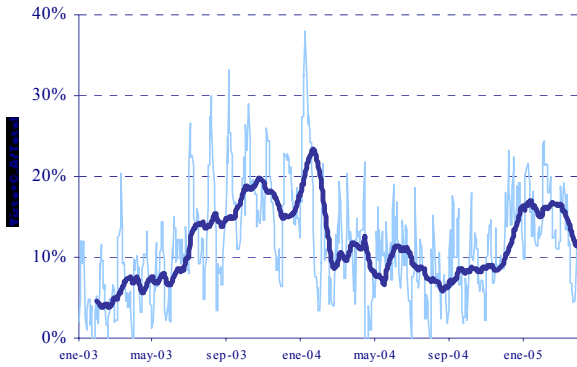
El crédito bancario

Como se analizó antes, a pesar de la dinámica mostrada por los depósitos en moneda nacional, la relación entre reservas voluntarias y depósitos líquidos mostró un aumento desde el último trimestre del año 2004. Este comportamiento responde a la política más expansiva seguida por el BCU en el período combinada con un proceso, que históricamente se ha revelado lento, a través del cual las instituciones redimensionan las reservas no deseadas. De hecho, es de esperar que este proceso, siempre que las condiciones estén dadas, se revierta en el transcurso del presente año.

Si bien no fue posible realizar un análisis de los usos y fondos en moneda nacional del sistema bancario hasta febrero de 2005, la evolución de las colocaciones en moneda nacional al sector privado residente en el primer bimestre del año continúa revelando una conducta expansiva por parte del sistema bancario.

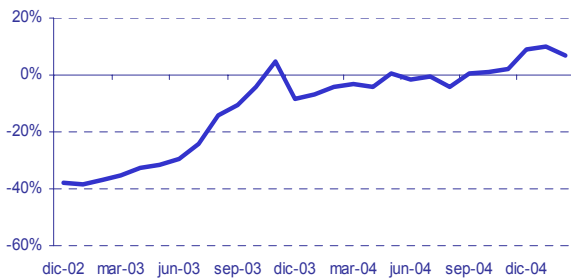
En efecto, el crédito en moneda nacional⁴¹, que se habría expandido 9% en términos reales en el transcurso del año 2004, muestra al cierre del mes de febrero un crecimiento de casi 7% con relación a igual período del año anterior. De hecho la evolución mostrada por esta variable en los últimos tres meses sugiere que el proceso de reactivación del crédito en moneda

ENCAJE EXCEDENTE/ DEPOSITOS LIQUIDOS



CREDITO EN MONEDA NACIONAL

Variación anual en términos constantes (corregido por créditos castigados sin suspendidos, BHU y NBC)

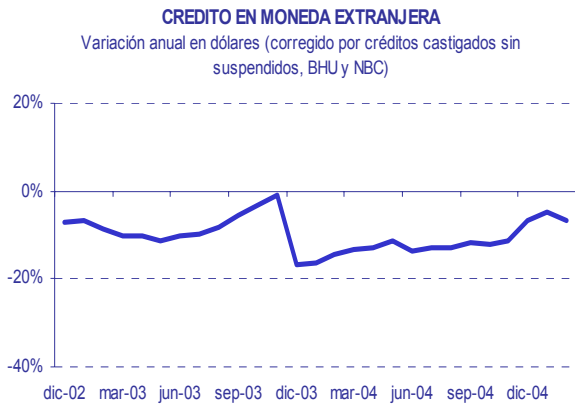


⁴⁰ La evolución de los depósitos en moneda extranjera es en dólares corrientes.

⁴¹ A efectos de este análisis se ha ajustado la serie de crédito en moneda nacional eliminando operaciones especiales, los bancos liquidados y no se está incluyendo la información de NBC y BHU. La serie corresponde a crédito bruto sin devengamientos y se ha ajustado por créditos castigados.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

nacional se ha consolidado. Por otra parte, el análisis a nivel institucional confirma que este proceso, que hasta el tercer trimestre del pasado año se concentraba en pocas instituciones, en la actualidad es una realidad que abarca a más del 75% de las instituciones bancarias del sistema.



A diferencia de la conducta más expansiva que el sistema bancario mostró en moneda nacional, el crédito en moneda extranjera continua mostrando tasas negativas de variación hasta febrero de 2005, aunque la magnitud de la caída ha venido reduciéndose en los últimos tres meses. Al cierre del mes de febrero las colocaciones del sistema bancario en moneda extranjera al sector privado residente muestran una caída de 6,7% medida en dólares. Esta evolución del crédito en moneda extranjera a nivel global comprende comportamientos disímiles entre las distintas instituciones, observándose tasas doce meses de variación positiva, aunque de magnitudes muy moderadas, desde mediados del año pasado a nivel de banca privada.

V. El contexto macroeconómico hasta marzo de 2006 y las proyecciones monetarias

Perspectivas para el horizonte de proyección monetaria

En el presente año varios factores se conjugan para asegurar la continuidad del crecimiento, si bien a tasas más consistentes con el aumento del producto potencial de la economía.

En primer lugar, en el escenario base internacional, persistiría la pujanza de la demanda global liderada por EE.UU. y China, un buen nivel de precios de los *commodities* exportados por Uruguay y niveles de tasas de interés internacionales que si bien no serán tan favorables como las afrontadas durante 2004, permanecerán guiadas con un sesgo acomodaticio. Adicionalmente, el crecimiento proyectado para las economías de la región ayudará a mantener el crecimiento de las exportaciones uruguayas tanto de bienes como de servicios, repercutiendo positivamente sobre el nivel de actividad económica.

Si bien el escenario externo continúa siendo favorable en materia de crecimiento económico, la economía uruguaya recibirá un impacto negativo considerable por el lado de los términos de intercambio. Las proyecciones actuales indican que los precios de exportación tenderán a mantenerse en torno a los observados sobre fines del 2004, quizás con leves retrocesos. Se trata de buenos precios si lo analizamos en términos históricos, sin embargo los elevados niveles alcanzados por el precio del petróleo y las proyecciones a mediano plazo que pronostican una permanencia de dicha situación, llevarían el barril de petróleo a un precio promedio durante el 2005 superior a U\$S 50. Esto compensaría ampliamente los niveles de los precios de exportación e implicaría que el shock negativo de términos de intercambio registrado durante el último trimestre de 2004 se prolongue durante todo el 2005.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Del lado de la demanda interna, se espera un comportamiento moderadamente expansivo del gasto de las familias y de las empresas. El aumento de la confianza de los consumidores y la mejora de las perspectivas de mediano plazo de la economía uruguaya continuarán impulsando las decisiones de compra de bienes durables y de capital.

A esto se agregan otros factores que contribuirán al desarrollo de la demanda agregada, como las bajas tasas de interés y la dinamización del mercado de crédito. En ese marco, es de esperar que las entradas de capitales del sector privado no financiero sigan contribuyendo a financiar la expansión del gasto interno.

Por su incidencia en la demanda global, el consumo privado seguirá siendo uno de los motores del crecimiento de la demanda. Para 2005 se prevé un nuevo incremento del consumo, fenómeno que es consistente con la mejora esperada de los ingresos de los hogares, la reducción del ahorro del sector privado y cierta recuperación del crédito.

En base al programa anunciado por el nuevo gobierno, el gasto público presentará un comportamiento levemente expansivo en 2005. En la medida que persista el aumento de los ingresos tributarios, asociados tanto al aumento de la actividad como a la reducción de la evasión, permitirá, por un lado, obtener un nivel de superávit primario acorde con lo pactado con el FMI y, por otro, comenzar a recomponer los niveles de inversión pública e iniciar un proceso de recuperación de ciertas partidas de gastos sociales.

Al cierre de este Informe se hallaban muy adelantadas las negociaciones para la firma de un nuevo acuerdo con el FMI, lo que viabilizará nuevos desembolsos de los restantes organismos multilaterales de crédito. El acuerdo se sustentará en una política fiscal prudente que garantice la sostenibilidad de la deuda pública, y en la implementación de medidas estructurales destinadas a incentivar el proceso de acumulación de capital físico y aumentar la eficiencia de la economía.

Proyecciones de las principales variables

Con base en las anteriores consideraciones, así como en la información más reciente sobre la evolución de la economía uruguaya, el ejercicio de proyección macroeconómica arroja el siguiente escenario base para el horizonte de proyección monetaria (Abril de 2005 – Marzo de 2006):

Actividad: La estimación del crecimiento del PIB se proyecta en el entorno de 5%.

Empleo: Se estima que la ocupación podría incrementarse un 3% en el período, lo que representa alrededor de 33.000 nuevos puestos de trabajo.

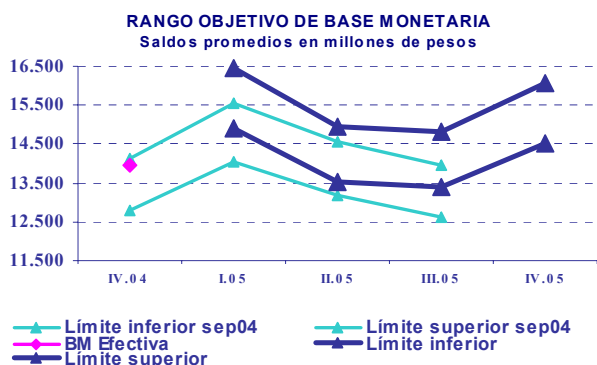
Cuenta corriente: Se prevé un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos de entre 1% y 2% del producto.

Inflación: De acuerdo a la meta establecida en el último Comité de Política Monetaria, la variación en 12 meses del IPC se ubicará entre 5% y 7%.

Las proyecciones monetarias

Para el año que finaliza en marzo de 2006 el BCU buscará mantener una política monetaria consistente con una trayectoria decreciente de la tasa de inflación, ubicándose el rango objetivo para dicha variable entre 5% y 7% de acuerdo a la decisión adoptada por el Comité de Política Monetaria en su reunión del pasado 30 de marzo.

Considerando los objetivos de precios establecidos por el Comité de Política Monetaria y en base al contexto macroeconómico previsto para el próximo año que fuera analizado anteriormente fueron desarrolladas las proyecciones monetarias. De acuerdo a las mismas, los medios de pago se mantendrían prácticamente estables en términos reales en el horizonte de proyección considerado, previéndose un crecimiento, aunque a un ritmo



INFORME DE POLITICA MONETARIA

menor que el observado hasta el presente, del multiplicador monetario, básicamente como consecuencia del proceso de ajuste que se espera tengan las reservas voluntarias de los bancos.

Con base en dichas proyecciones se decidió realizar una corrección al alza del rango objetivo de variación de la BM. Esta mayor holgura en materia monetaria se entendió conveniente en el corto plazo para evitar la generación de presiones al alza sobre las tasas de interés que resultarían de las metas vigentes anteriormente. Por otra parte, las metas adoptadas son consistentes con un contexto macroeconómico en que el nivel de actividad continuará mostrando dinamismo y en el cual los indicadores de inflación subyacente sugieren que el objetivo de precios adoptado para marzo de 2006 es alcanzable y que los riesgos que se evidencian en el horizonte de proyección no están asociados a una mayor expansión monetaria.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA		
Promedios en millones de pesos		
Trimestre	Límite superior	Límite inferior
II.2005	16.288	14.737
III.2005	16.043	14.515
IV.2005	16.835	15.232
I.2006	17.263	15.619

Balance de riesgos

En nuestro anterior informe destacábamos como el principal centro de atención de la economía internacional el nudo conformado por los déficits gemelos norteamericanos, las cotizaciones de las monedas y las tasas de interés más relevantes del escenario internacional. También se hacía referencia a los efectos del precio del petróleo sobre la política monetaria norteamericana. Afirmábamos que del desenlace de este nudo dependía la evolución de gran parte de las variables exógenas relevantes para la economía uruguaya. Dicha situación se mantiene prácticamente sin cambios, aunque parece más claro cuál sería el rumbo en los próximos meses.

En primer lugar, a corto plazo, la consolidación del desacoplamiento de los ciclos de Estados Unidos y la Unión Europea ha generado una brecha en el sendero de las tasas de referencia de la política monetaria que permite un financiamiento de los déficits gemelos de Estados Unidos sin necesidad de importantes aumentos de las tasas de interés norteamericanas. De alguna manera, si bien el problema real persiste, el mercado le ha quitado urgencia a la solución del mismo.

Por otro lado, dada la magra performance de la zona euro en materia de crecimiento, se hace menos probable que en el corto plazo la desvalorización del dólar se logre vía el fortalecimiento del euro. En su lugar, hoy los analistas internacionales ven más probable que en los próximos meses se produzca una revalorización del yuan frente al dólar, seguido en menor medida por otras monedas del sudeste asiático. Desde la perspectiva de los motores del crecimiento global este cambio de escenario base es favorable ya que permite no cargar a la zona euro y Japón con todo el peso del ajuste a la baja del dólar, ya que se trata de economías cuyo crecimiento es aún modesto. Sin embargo, no está tan claro como afectaría este cambio de escenario a la inflación internacional en dólares, siendo probable que el ajuste del dólar contra las monedas asiáticas genere mayores presiones inflacionarias a nivel global y en particular en la principal economía del mundo. Debe tomarse en cuenta que la zona de Asia Pacífico constituye una de las principales y más dinámicas importadoras de *commodities* del mundo, en particular es la principal en compras de petróleo. Una revaluación del yuan y de otras monedas de la zona generaría presiones al alza de los precios de los *commodities* en dólares, especialmente en el caso del petróleo.

Por una parte, tal situación afecta el balance de riesgos debido a la existencia de mayores presiones de inflación en dólares importada para nuestra economía. Por otra parte, existe el riesgo de que dichas presiones inflacionarias afecten a la economía norteamericana con mayor intensidad generando respuestas más agresivas en el manejo de la tasa de interés por parte de la FED. Este escenario, si bien se le asigna una baja probabilidad, podría

generar una reversión de los flujos de capital, e implicar un corte abrupto del financiamiento a las economías emergentes. Esto redundaría en un aumento del servicio de la deuda pública y en un deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento externo e interno. A su vez, nuestro país recibiría también el impacto indirecto que dicho escenario implicaría para la región. El crecimiento de nuestros países vecinos se vería afectado y por ende se resentirían las exportaciones hacia ellos. En este punto sin embargo cabe destacar que la posición fiscal y, sobretudo, la cuenta corriente tanto de Argentina como de Brasil lucen mucho más sólidas que en los episodios pasados de crisis financieras, lo cual les permitiría un mejor amortiguamiento de dichos shocks externos.

Un factor de riesgo vinculado se refiere a la sostenibilidad del crecimiento económico, el cual está indisolublemente ligado a la recomposición del *stock* de capital físico. La inversión privada ha sido históricamente el componente de la demanda más sensible a los cambios en el entorno macroeconómico y a las modificaciones de las expectativas de los agentes económicos. La continuidad del proceso de inversión requerirá un marco económico estable y el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos.

Por otra parte, a pesar de la evolución reciente de los precios, persiste un riesgo inflacionario latente que debe ser tenido en cuenta a la hora de diseñar la política monetaria. En efecto, a medida que se consolida el crecimiento, aumentarán las presiones inflacionarias originadas en los aumentos de salarios⁴², el agotamiento de la brecha del producto y la recomposición de márgenes de producción y comercialización. Por otra parte, debido a la depreciación del dólar en los mercados internacionales y a la volatilidad del precio del petróleo, Uruguay deberá enfrentar un escenario de fuerte suba de precios internacionales expresados en la divisa norteamericana. Esto podría terminar afectando los precios que componen la canasta del IPC.

42. El nuevo gobierno está implementando la constitución de los consejos de salarios como mecanismo de negociación colectiva.

La disciplina fiscal se vuelve un elemento clave para minimizar los arriba comentados factores de riesgo y disminuir la volatilidad de las variables reales y financieras.

En síntesis

El marco macroeconómico bajo el cual se desenvolverá la política monetaria en los próximos doce meses supone condiciones internacionales predominantemente favorables que viabilizarán la continuidad del proceso de recuperación de la economía uruguaya. Sin embargo, no se prevé un contexto externo tan auspicioso para Uruguay como el del año anterior y se percibe la existencia de riesgos asociados, en lo que concierne tanto a la evolución de las variables internacionales, como a las domésticas.

El agotamiento de la capacidad instalada no utilizada en algunos sectores de la economía, el surgimiento de presiones inflacionarias originadas en el gradual aumento de los costos laborales unitarios de las empresas, el ensanchamiento de los márgenes de producción y comercialización, y la importación de una elevada tasa de inflación en dólares del exterior serán los elementos claves a monitorear por parte de la autoridad monetaria en 2005 a los efectos de garantizar el cumplimiento del objetivo de inflación.

Sin embargo, en el escenario base establecido en este informe, no debería haber inconvenientes para alcanzar el objetivo de inflación establecido para los próximos doce meses.

URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS

	2000	2001	2002	2003	2004	I.04	II.04	III.04	IV.04
1. Oferta y utilización final									
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)									
Millones U\$S (últimos doce meses)	20.087	18.561	12.278	11.191	13.215	11.671	12.125	12.582	13.215
Variación real (contra igual período año anterior)	-1,4	-3,4	-11,0	2,2	12,3	14,2	12,4	12,8	10,2
1.2 Demanda interna (var. real igual período año anterior)									
Formación bruta de capital fijo	-13,1	-9,4	-32,5	-11,4	32,0	50,2	24,5	30,9	29,0
Consumo total	-1,4	-2,1	-15,9	1,1	11,4	11,4	14,0	14,4	6,5
1.3 Sector externo (var. real igual período año anterior)									
Exportaciones de bienes y servicios	6,4	-9,1	-10,3	4,2	22,7	22,2	14,7	24,5	29,3
Importaciones de bienes y servicios	0,1	-7,1	-27,9	5,8	24,5	29,8	26,6	22,8	20,3
2. Mercado de trabajo									
Empleo (var. igual período año anterior)	-1,1	0,6	-3,5	-0,6	6,2	7,3	7,7	6,0	3,8
PEA (var. igual período año anterior)	1,4	2,7	-1,5	-0,8	1,5	1,4	2,3	2,6	-0,2
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período)	13,6	15,3	17,0	16,9	13,1	13,9	13,1	13,3	12,1
3. Sector externo									
3.1. Transacciones de mercaderías (var. igual período año anterior)									
Exportaciones de bienes (en dólares FOB)	2,7	-10,5	-9,7	18,5	32,3	33,6	30,4	36,1	31,2
Importaciones de bienes (en dólares FOB)	3,7	-12,0	-35,9	11,6	42,6	40,6	38,5	40,4	46,0
3.2. Balanza de pagos (últimos doce meses en % del PIB)									
Cuenta corriente	-2,8	-2,7	3,1	-0,5	-0,8	-0,2	-0,3	-0,8	-0,8
Exportaciones de bienes y servicios	18,2	17,6	21,9	27,6	30,4	28,6	29,0	29,8	30,4
Importaciones de bienes y servicios	20,9	20,0	20,3	24,4	27,8	25,1	26,0	26,9	27,8
Cuenta capital	3,8	2,6	-2,3	3,8	0,8	-0,7	1,5	2,5	0,8
Errores y omisiones	0,1	1,5	-19,8	9,0	3,4	14,0	7,7	3,3	3,4
Variación Activos de Reserva del Banco Central	1,1	1,5	-19,0	12,3	3,4	13,0	9,0	5,1	3,4
3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)									
	2.823	3.100	772	2.087	2.512	2.243	2.244	2.351	2.512
4. Finanzas Públicas									
4.1 Sector Público Consolidado⁽¹⁾ (Últimos doce meses, % PIB)									
Resultado Global	-3,9	-4,1	-4,2	-3,2	-2,0	-2,8	-1,5	-1,6	-2,0
Resultado Primario	-1,3	-1,2	0,3	2,9	4,0	3,5	4,0	4,4	4,0
4.2 Sector Público no Financiero (Últimos doce meses, % PIB)									
Ingresos totales	30,8	31,8	30,9	30,7	29,8	30,7	30,7	30,1	29,8
Egresos totales	34,3	35,6	34,8	33,6	30,8	33,1	31,4	30,9	30,8
Egresos primarios ⁽²⁾	31,9	32,7	30,4	27,6	25,6	27,0	26,4	25,6	25,6
5. Deuda pública									
5.1 Deuda bruta (en % del PIB)	45,5	54,3	92,7	108,7	100,9	108,6	106,1	106,7	100,9
5.2 Deuda neta (en % del PIB)	30,0	35,5	65,6	73,7	69,0	73,8	72,8	73,1	69,0
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en % del PIB)	30,3	31,4	67,6	85,4	77,3	84,4	78,9	79,2	77,3
5.4 Deuda externa neta s/pco (en % del PIB)	14,9	12,8	53,8	60,8	54,3	59,1	56,1	55,3	54,3
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos doce meses)									
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	5,1	3,6	25,9	10,2	7,6	8,4	9,6	9,6	7,6
6.2 Índice de Precios Productor Productos Nacionales (IPP)	9,5	3,8	64,6	20,5	5,1	11,4	21,7	13,1	5,1
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	7,3	13,1	93,5	7,3	-9,2	3,3	11,3	0,3	-9,2
7. Precios relativos									
7.1 Tipo de cambio real (Variación igual período año anterior)	2,8	0,0	-2,1	30,7	1,8	11,2	3,2	0,8	-7,1
7.2 Salarios reales (Variación igual período año anterior)	-1,3	-0,3	-10,7	-12,4	-0,1	-1,9	-1,3	0,5	2,4
8. Indicadores monetarios									
8.1 Base monetaria (Últimos doce meses)									
En millones de U\$S	830	739	442	499	590	468	450	460	590
En % del PIB	3,9	4,0	3,9	4,0	3,5	3,9	3,8	3,6	3,5
Variación real	1,4	-3,0	-8,0	10,0	-0,2	1,5	-1,4	-10,2	-0,2
8.2 Agregados monetarios (Últimos doce meses)									
M1 ⁽³⁾ (variación real últimos doce meses)	-5,5	-7,4	-19,9	22,5	7,8	18,0	23,2	6,7	7,8
M2 (variación real últimos doce meses)	-1,3	-12,1	-26,8	17,7	5,8	21,7	13,0	1,9	5,8
Depósitos en mon. extranjera s/privado (var. en dól s/per. anterior) ⁽⁴⁾	944	1.825	-7.397	787	349	409	82	-5	-137
Residentes	261	484	-2.539	741	204	337	28	17	-178
No residentes	682	1.342	-4.858	46	145	72	54	-21	40
8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)									
Moneda nacional (3 meses plazo)	13,1	19,4	45,6	5,7	4,5	5,0	4,9	5,0	4,5
Moneda extranjera (3 meses plazo)	4,8	2,1	2,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

(1) Sobre la línea

(2) Sin considerar el pago de intereses.

(3) Incluye depósitos en caja de ahorros en moneda nacional.

(4) Incluye bancos públicos y privados, cooperativas de intermediación financiera y casas financieras, en actividad en cada fecha, con excepción de los bancos La Caja Obrera, Comercial, de Crédito y Montevideo (suspendidos en agosto de 2002), que se incluyen hasta febrero de 2003 inclusive y de la cooperativa Caycu (suspendida en agosto de 2002), que se incluye hasta diciembre de 2002 inclusive.